



**Impacto da Informação de Governo: Análise da retificação dos
Relatórios de Governo das Sociedades Cotadas em Portugal**

por

Luísa Ferreira Neves Ribeiro de Fontes

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientada por

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2013

Nota Biográfica

Natural do Porto, Luísa Fontes concluiu a Licenciatura em Economia, no ano letivo 2009/2010, na Faculdade de Economia do Porto. Durante este ciclo de estudos, realizou um semestre na Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales da Universidad Autónoma de Madrid, no âmbito do Programa Erasmus. Após a Licenciatura, ingressou no Mestrado em Economia e Administração de Empresas, na FEP.

Iniciou a sua atividade profissional durante o Mestrado. Em 2010, realizou um estágio de quatro meses no departamento financeiro da Empresa Industrial Sampedro e em 2011, participou no Estágio de Verão do Millennium BCP. Em conjunto com os outros participantes, desenvolveu uma proposta de melhoria dos sistemas de medição de desempenho e incentivos da rede de sucursais de Retalho da Organização.

Desde final de 2011 até Agosto de 2012, integrou a Sage Portugal, onde desempenhou funções de apoio à Direção Financeira, nomeadamente no controlo de gestão da subsidiária brasileira e na implementação de políticas de Business Compliance do Grupo Sage. Desde Setembro de 2012, trabalha na Microsoft Portugal, em Marketing Business-to-Business.

Agradecimentos

Ao Professor Carlos Ferreira Alves muito agradeço todo o conhecimento, experiência e tempo que dedicou à orientação desta dissertação. Desde o primeiro momento, esteve disponível para contribuir, esclarecer e orientar, com o rigor e a excelência que o caracterizam.

Agradeço, também, à minha família e ao Tiago, pela ajuda na gestão do tempo e da motivação. E, por fim, um agradecimento à Faculdade de Economia do Porto e, em especial, a todos os professores com quem me cruzei.

Resumo

Quase todas as economias dispõem atualmente de um código de *corporate governance* e de legislação que, complementando-se, impõem padrões de governo e exigências de divulgação de informação às sociedades cotadas, com o objetivo de fortalecer a proteção de todos os investidores. Em 1999, a CMVM emitiu o primeiro código de bom governo em Portugal, o Código de Governo das Sociedades Cotadas, que revê e atualiza periodicamente. A partir de 2001, a CMVM promoveu a obrigatoria a declaração de cumprimento ou não cumprimento das recomendações, numa abordagem de “*comply or explain*”. O Código define ainda o conteúdo da informação de governo que as sociedades cotadas portuguesas têm de tornar pública a par dessa declaração, através do chamado relatório de Governo da Sociedade.

Os escândalos e colapsos financeiros que ocorreram nas últimas duas décadas, sobretudo nos E.U.A e na Europa, que resultaram de práticas impróprias e de estruturas deficientes de governo, tornaram imperativo mais transparência por parte das sociedades, a fim de recuperar a confiança dos investidores. A transparência assegura-se, pelo menos em parte, com o conhecimento que se dá ao mercado das estruturas, práticas e políticas de governo da sociedade. É por essa razão que nos últimos anos a informação de governo que as sociedades têm de divulgar tem crescido em quantidade e profundidade, também em Portugal.

Este estudo analisa o impacto da divulgação de informação de governo retificada pelas sociedades cotadas no mercado regulamentado português, utilizando uma base de dados única. Concluímos que os investidores valorizam a informação relativa a remuneração e incentivos dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades, incorporando-a nos preços das ações das respetivas sociedades após a sua divulgação. Todavia, de uma forma global, a reação dos investidores nas sociedades do PSI Geral à informação de governo da sociedade não é, em geral, refletida de forma significativa nos preços das ações.

Abstract

Nearly every economy now has a Corporate Governance code and legislation that impose high demands over the way public companies are led and controlled in order to ensure the protection of investors. In 1999, CMVM issued the first code of governance in Portugal, the “Código de Governo das Sociedades Cotadas”, which is reviewed and updated periodically. Since 2001, CMVM has made it mandatory to listed companies to declare on an annual basis their compliance with the recommendations, under the “comply or explain” approach. The Code also determines the corporate governance information that listed companies need to disclose.

The financial scandals and collapses that occurred in the last two decades, especially in the United States and in Europe, which arguably resulted from improper practices and deficient governance structures, became an imperative for greater transparency by firms, in order to regain investors’ confidence. Transparency is ensured, at least partially, when companies inform markets on their structures and practices of corporate governance. It is for this reason that in the recent years the demands over corporate governance information that public companies are obliged to disclose has grown in quantity and detail.

This study analyses the relationship between the disclosure of corporate governance information by Portuguese public companies and their returns. We evidenced that investors do value information related to management and supervisory bodies pay and incentives, incorporating it on the respective companies’ share prices after its disclosure. But, apart from the information about management remuneration, a potential reaction of investors of PSI Geral listed companies on the changes and additions to Corporate Governance annual reports is not reflected, in general, on the prices of their listed stocks.

Índice

Nota Biográfica.....	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	iv
Índice	v
Índice de Abreviaturas	vii
Índice de Equações	vii
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Gráficos	viii
Índice de Tabelas	viii
Introdução	1
Capítulo 1. Génese e Fundamentos do Governo das Sociedades	6
1.1 O Objetivo da Empresa	6
1.2 Separação do Controlo e da Propriedade da Empresa	10
1.3 Problema de Agência entre Gestores e Acionistas.....	13
1.3.1 Teoria da Agência.....	14
1.3.2 Teoria e Evidência dos Custos de Agência	15
1.4 Governo das Sociedades e Performance	19
Capítulo 2. Mecanismos de Governo das Sociedades	23
2.1 Intervenção dos Acionistas	23
2.2 Incentivos e Remuneração Executiva	26
2.3 Administradores Não-executivos	29
2.4 Mercado de Controlo de Empresas	33
2.5 Divulgação de Informação e Auditoria	34
2.6 Códigos de Bom Governo.....	35
2.6.1 Códigos de Bom Governo em Portugal.....	37
2.6.2 O Impacto da Informação de Governo	40
Capítulo 3. Evidência Empírica	43
3.1 Metodologia de Estudo	43

3.2 Base de Dados	44
3.3. Análise de Resultados	47
3.3.1 Rentabilidades Esperadas e Rentabilidades Anormais	47
3.3.2 Testes de Hipóteses	52
3.3.3 Análise de Regressão.....	62
Conclusões	69
Referências Bibliográficas	72
Apêndice 1.	80
Apêndice 2.	92

Índice de Abreviaturas

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários

CNVM – *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

E.U.A. – Estados Unidos da América

OCDE/OECD– Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Operação Pública de Aquisição

SEC – *Securities and Exchange Commission*

Índice de Equações

Equação 3.1 Rentabilidade esperada do título i no momento t (Re_{it})

Equação 3.2 Estimação do parâmetro β da rentabilidade esperada do título i no momento t (pelo método dos mínimos quadrados) ($\hat{\beta}_i$)

Equação 3.3 Estimação do parâmetro α da rentabilidade esperada do título i no momento t (pelo método dos mínimos quadrados) ($\hat{\alpha}_i$)

Equação 3.4

Equação 3.5 Rentabilidade anormal do título i no momento t (RA_{it})

Equação 3.6 Rentabilidade anormal acumulado do título i no período $[t_1, t_2]$ ($RAA_i [t_1, t_2]$)

Equação 3.7 Variância da rentabilidade anormal acumulado do título i no período $[t_1, t_2]$ ($\text{Var}(RAA_i [t_1, t_2])$)

Equação 3.8 Média das rentabilidades anormais acumuladas de todos os títulos no período $[t_1, t_2]$ ($\overline{RAA} [t_1, t_2]$)

Equação 3.9 Variância da média das rentabilidades anormais acumuladas de todos os títulos no período $[t_1, t_2]$ ($\text{Var}(\overline{RAA} [t_1, t_2])$)

Equação 3.10 Rentabilidade anormal média de todos os títulos no momento t (RAM_i)

Equação 3.11 Variância da rentabilidade anormal média de todos os títulos no momento t momento t ($Var(RAM_i)$)

Equação 3.12 Média das rentabilidades anormais acumuladas de todos os títulos (\overline{RAA})

Equação 3.13 Estatística de teste no teste tipo 1

Equação 3.14 Estatística de teste no teste tipo 2

Equação 3.15 Fórmula geral do modelo de regressão linear múltipla utilizado nas regressões A-F

Equação 3.16 Fórmula da regressão A

Equação 3.17 Fórmula da regressão B

Índice de Figuras

Figura 3.1. Cronologia do estudo

Índice de Gráficos

Gráfico 3.1 Rentabilidade Anormal Acumulada no período [-4, 5]

Gráfico 3.2 Rentabilidade Anormal Acumulada no período [1,5]

Gráfico 3.3 Rentabilidade Anormal Média Diárias

Gráfico 3.4 Rentabilidade Anormal Média Diárias (sem *outliers*)

Gráfico 3.5 Rentabilidade Anormal Média Diárias dos *outliers* extremos

Índice de Tabelas

Tabela 3.1 Distribuição Temporal dos Eventos

Tabela 3.2 Resultados dos Testes de Hipóteses Tipo 1 e Tipo 2

Tabela 3.3 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Assembleia geral”

Tabela 3.4 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Órgãos de Administração e Fiscalização”

Tabela 3.5 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Informação e Auditoria”

Tabela 3.6 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Nova informação”

Tabela 3.7 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Alteração à declaração de adoção das recomendações”

Tabela 3.8 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Alteração à declaração de adoção das recomendações”

Tabela 3.9 Resultados das primeiras 6 regressões (de A a F)

Tabelas 3.10 Resultados das regressões simples (de G a R)

Tabela 3.11 Regressões A a F

Tabela 3.12 Regressão com as variáveis independentes Rem, A2003, A2004, A2011 e A2012

Introdução

Quase todas as economias dispõem atualmente de um código¹ de *corporate governance*². O principal objetivo de um código de bom governo é fortalecer a proteção dos investidores, em particular dos investidores mais desprotegidos como os acionistas minoritários, contra o poder discricionário da gestão e dos acionistas majoritários (Alves e Mendes (2004), Alves (2005)).

No final da década de oitenta assistiu-se a um inesperado colapso de grandes empresas um pouco por todo o mundo, resultado de práticas impróprias e de estruturas deficientes de governo, que despoletou a desilusão com o mercado de controlo das empresas (*takeovers*), a perceção de um poder exagerado dos CEO e a descrença nos conselhos de administração, nos auditores e na informação divulgada. Surgiu a necessidade de introduzir alterações no *corporate governance* para retomar a confiança dos investidores na informação financeira divulgada bem como nos auditores e nos órgãos de administração e fiscalização das sociedades (Silva *et al.* (2006), Tricker (2012)). Foi neste contexto que foi elaborado o primeiro código de bom governo, no Reino Unido, em 1992. O Relatório de *Cadbury*, como ficou conhecido o relatório da Comissão para os Aspetos Financeiros do Corporate Governance, tornou-se referência para a atividade de codificação de recomendações de bom governo que se intensificou no final da década de noventa e início do século XXI no resto do mundo. Referência para muitos destes códigos de bom governo que surgiram foram também os Princípios de *Corporate Governance*, que a OCDE redigiu em 1999 e reviu em 2004.

Também em 1999, a CMVM emitiu o primeiro código de bom governo em Portugal, o Código de Governo das Sociedades Cotadas. Desde então, tem realizado revisões bienais, no sentido de acompanhar e acomodar as recomendações da União Europeia bem como

¹ Um código de *corporate governance* consiste num conjunto de recomendações sobre boas práticas de governo das sociedades e que se caracterizam, em geral, por ter um carácter não obrigatório, estando a sua adoção por parte das sociedades subjacente ao princípio *comply or explain*. O tema dos Códigos bom governo será desenvolvido na secção 2.6.

² O termo anglo-saxónico “corporate governance” pode ser traduzido para Português de diversas formas. Neste estudo adere-se à tradução proposta pela CMVM (1999) – “governo das sociedades” - mas são também utilizadas, com o mesmo significado, as seguintes expressões: “governo da empresa”, “governo societário”, “governo corporativo”, “governo empresarial” e também o termo original “corporate governance”.

a evolução de outras referências internacionais. A partir de 2001, a divulgação de informação de governo passou a ser obrigatória, na forma de um Relatório Anual de Governo da Sociedade, o qual fica sujeito a posteriores aditamentos ou retificações, quando solicitados pela CMVM. O Relatório Anual de Governo da Sociedades divide-se em duas partes: numa primeira parte a sociedade elabora uma declaração de cumprimento das Recomendações sobre Governo das Sociedades da CMVM segundo a abordagem “*comply or explain*” (indicando que recomendações adotou e quais não adotou, explicando os motivos da não adoção) e numa segunda parte divulga informação sobre as suas políticas e práticas de governo. Após dez anos, Alves e Mendes (2009) dão conta de que desde 1999 as sociedades cotadas portuguesas aumentaram progressivamente o seu nível de cumprimento com as recomendações da CMVM, demonstrando que o Código tem contribuído para alterações nas práticas de governo das sociedades cotadas portuguesas.

Os escândalos financeiros e contabilísticos em grandes companhias norte-americanas e europeias³ que abriram a primeira década do século XXI e a crise financeira em 2007 tornaram evidente que, apesar de todos os desenvolvimentos no fortalecimento dos mecanismos de governo que nas décadas anteriores se havia conquistado, os mecanismos de *corporate governance* não estavam a ser totalmente eficazes e a confiança dos investidores voltou a ser abalada.

Tanto os graves problemas do início da década de noventa como os da primeira década do século XXI revelaram um imperativo de maior transparência por parte das sociedades. A transparência assegura-se, pelo menos em parte, com o conhecimento que se dá ao mercado das estruturas, práticas e políticas de governo da sociedade. É essa uma das principais funções da informação de governo que as sociedades são obrigadas a divulgar: garantir mais transparência para promover a confiança dos investidores. Nos últimos anos, a informação que as sociedades têm de tornar pública tem crescido em quantidade e profundidade. A própria CMVM refere essa necessidade na sua revisão do Código de

³ A Enron, a Waste Management, a WorldCom e a Tyco nos E.U.A, a Marconi e a British Rail, no Reino Unido, a Parmalat em Itália e a Vodaphone Mannesmann na Alemanha, são exemplos paradigmáticos de companhias que nos últimos anos haviam omitido informação relevante sobre a sociedade aos seus acionistas (no caso da Enron, parte da dívida da empresa não estava a ser reportada), praticado gestão de resultados, recorrido a práticas contabilísticas fraudulentas e levado a cabo outras práticas de governo duvidosas financeira e que vieram a ser descobertas, nalguns casos terminando em colapso financeiro.

Governo das Sociedades Cotadas em 2010: *“Acredita-se que a conjuntura recente veio tornar ainda mais evidente que a informação é fundamental para assegurar a transparência dos mercados, em particular a que respeita ao Governo das Sociedades, mas só será eficaz se for completa, estiver actualizada e for prestada de forma sistematizada.”* (CMVM (2010, p. 1)).

No respeito à relação entre o cumprimento das recomendações e o seu desempenho no mercado, Alves e Mendes (2004) concluíram que, de modo geral, não existe uma relação entre o cumprimento do Código de Governo das Sociedades Cotadas da CMVM e o desempenho, mas existe uma relação positiva entre o cumprimento das recomendações relacionadas com a estrutura e o funcionamento do conselho de administração e os seus retornos anormais.

Este estudo tem o propósito de dar continuidade e aprofundar a investigação sobre o Governo das Sociedades em Portugal e, em particular, sobre o conteúdo informativo dos respetivos relatórios. O objetivo deste estudo é, com efeito, analisar o impacto da informação de governo que as sociedades cotadas divulgam no mercado acionista. Pretende-se apurar se os investidores no mercado regulamentado de ações português atribuem relevância à informação que as sociedades divulgam sobre o seu sistema de governo, no sentido de reagirem ou não, incorporando essa informação nas respetivas cotações.

Saber se os investidores no mercado acionista regulamentado português atribuem valor a essa informação é útil para, por um lado, compreender quão sensibilizados estão para a importância do bom governo das sociedades e, por outro lado, para apoiar, quanto possível, futuras intervenções regulativas neste âmbito.

As circunstâncias em que as sociedades cotadas portuguesas divulgam os seus Relatórios Anuais de Governo não permitem levar a cabo esta análise da forma ideal. Uma vez que o Relatório Anual de Governo da Sociedade é divulgado em simultâneo com o Relatório e Contas, não é possível segregar e medir os efeitos individuais de cada um dos relatórios. Todavia, as retificações e os aditamentos aos Relatórios de Governo das Sociedades são publicados de forma separada de qualquer outra informação (o contrário ocorrerá por mera casualidade), pelo que a existência de um eventual impacto no valor da empresa pode ser testado, através dessas retificações e aditamentos. Por estas razões, a base de

dados deste estudo é o conjunto de retificações e aditamentos aos Relatórios de Governo das Sociedades, a qual proporciona condições de estudo do conteúdo informativo das alterações dos relatórios de governo e, concomitantemente, da relevância da informação deles constantes. A amostra, que corresponde à totalidade da população, é composta por 44 observações, registadas entre 2003 e 2012, e extraída do Sistema de Difusão de Informação da CMVM, através do seu sítio web. Note-se que esta base de dados é única na medida em que, tanto quanto se julga saber, apenas a autoridade portuguesa (CMVM) faz supervisão financeira da informação constante dos relatórios de governo e determina a sua alteração quando deteta que essa informação não cumpre os critérios qualitativos. Trata-se, pois, de uma base de dados que, não obstante a sua dimensão reduzida, merece ser estudada por força da sua especificidade.

Em suma, este estudo analisa a relação entre a divulgação de informação de governo retificada e o retorno das sociedades cotadas no mercado regulamentado português (PSI-Geral), procurando responder à seguinte questão: *os investidores nas sociedades cotadas no mercado regulamentado português valorizam (no sentido de reagirem incorporando essa informação nos preços) ou não a informação que resulta de aditamentos ou retificações ao Relatório Anual de Governo da Sociedade, divulgados pelas sociedades cotadas? Têm ou não, estas retificações e aditamentos, conteúdo informativo?*

A metodologia adotada foi a de estudos de eventos (MacKinlay (1997), Khotari e Warner (2006)).

Quando analisados os eventos em termos agregados, o estudo evidencia que não existem rentabilidades anormais após a publicação de informação de governo, mas, é possível detetar que a informação sobre a remuneração dos Órgãos de Administração e Fiscalização está positivamente relacionada com o retorno anormal acumulado. Mais do que qualquer outro aspeto do governo das sociedades, os investidores no mercado acionista português reconhecem que o sistema de remuneração e incentivos dos administradores da sociedade contém conteúdo informativo relevante, fazendo refletir essa informação nos preços das ações da sociedade.

A estrutura deste trabalho divide-se da seguinte forma: O primeiro capítulo consiste numa breve revisão da literatura sobre os fundamentos do Governo das Sociedades: as teorias sobre o objetivo da empresa (secção 1.1), a separação entre a gestão e a propriedade da

empresa (secção 1.2) e o problema de agência (secção 1.3). Na secção 1.4, define-se o conceito de governo das sociedades. O segundo capítulo desenvolve os mecanismos de Governo das Sociedades apresentados pela literatura e a questão a que este estudo pretende responder. O terceiro e último capítulo consiste no estudo empírico, onde descrevemos a metodologia adotada (secção 3.1) e a base de dados utilizada (secção 3.2) e analisamos os seus resultados (secção 3.3). Por fim, reportamos as conclusões.

Capítulo 1. Gênese e Fundamentos do Governo das Sociedades

Nas primeiras décadas do século XX, o trabalho de Berle e Means (1932) chamou pela atenção para as consequências da separação do controlo e da propriedade da empresa, resultado do aparecimento de sociedades de responsabilidade limitada e de capital aberto, cuja propriedade se tornou cada vez mais dispersa, tanto em número de acionistas como geograficamente. A consequência dessa separação era um reforço exagerado do poder discricionário dos gestores na condução da empresa, pondo em causa os interesses dos acionistas. A assimetria de informação entre gestores e acionistas e a falta de alinhamento entre os interesses de ambos resultam no que a literatura denomina de problema de agência.

O Governo das Sociedades tem o objetivo de minimizar os custos de agência através de mecanismos que permitem alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas. Por isso, compreender a separação das funções de controlo e de propriedade e o problema de agência, desenvolvidos nas secções 1.2 e 1.3, respetivamente, é indispensável para estudar o desenvolvimento dos mecanismos de governo das sociedades (Shleifer e Vishny (1997)). É também oportuno abordar, previamente, o debate sobre o objetivo da empresa (secção 1.1), pois a sua definição tem implicações no estabelecimento dos objetivos do seu governo.

1.1 O Objetivo da Empresa

Dada a multiplicidade de indivíduos, com interesses legítimos específicos, na esfera de uma empresa, existem questões que vêm sendo debatidas, quer por académicos quer por agentes económicos e políticos: *qual é o objetivo da empresa e em interesse de quem deve ser gerida?* Consequentemente, a resposta a estas perguntas deve permitir responder à questão: *a quem deve o gestor responder primeiro e ser leal?*

Em muitos países, nomeadamente na OCDE, a lei ou a jurisprudência estipulam que os gestores e administradores devem lealdade aos acionistas e que o interesse destes é a maximização do valor de mercado das respetivas ações (Shleifer e Vishny (1997)).

A justificação utilizada para esta escolha por parte dos legisladores é o facto de o acionista ser o *stakeholder*¹ da empresa com menor proteção legal. O mecanismo mais relevante que a lei coloca ao dispor dos acionistas é o direito de voto em matérias importantes da sociedade, como, por exemplo, a nomeação dos órgãos de administração, a aplicação dos resultados da empresa ou a aquisição de outra sociedade. Mas o direito de voto nem sempre é exercido (o seu exercício tem custos) ou pode ser exercido de forma pouco informada. Por outro lado, e no que concretamente diz respeito aos deveres de lealdade do conselho de administração, mesmo tendo sido nomeados pelos acionistas, os administradores podem não atuar no interesse daqueles que os nomearam, com um impacto económico negativo para os acionistas da sociedade. O investimento feito pelos acionistas na empresa é praticamente afundado e, em princípio, depois do investimento feito, a empresa não precisa mais do acionista não tendo por isso incentivo a agradá-lo (Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (2000))². Por estas razões, na OCDE o dever de lealdade da gestão é geralmente imposto em benefício do corpo acionista e, no que diz respeito à proteção dos restantes *stakeholders*, “a teoria económica tradicionalmente relega para o âmbito do mercado e da liberdade contratual” (Alves (2005, p. 10)). É, no entanto, ingénuo julgar que os gestores valorizam os acionistas apenas no momento do seu investimento inicial. De facto, os acionistas maioritários ou aqueles que, não sendo maioritários, detêm participações relevantes³ podem ser grupos económicos ou personalidades com poder económico e político, pelo que podem no interesse da empresa exercer *lobbies* ou apenas conferir-lhe maior poder negocial com clientes, fornecedores e parceiros. Além disso, dos acionistas com poder depende a manutenção dos gestores e administradores no seu cargo, pelo que estes têm incentivo a alcançar um bom desempenho. Adicionalmente, dentro do próprio corpo acionista, a proteção efetiva de certos grupos pode ser diferente entre eles: não raras vezes, os grandes acionistas, pelo poder que o controlo lhes confere, apropriam-se do valor dos pequenos acionistas. Os

¹ “Stakeholder” é o termo anglo-saxónico utilizado para designar o conjunto de pessoas, grupos, organizações e sistemas que afetam e são afetadas por uma organização (acionistas, colaboradores, credores, Estado, fornecedores, clientes, concorrentes, comunidade, etc.).

² Pelo contrário, os colaboradores, clientes, fornecedores e até os credores têm uma almofada legal bastante mais protetora para além de que são remunerados de forma quase imediata pelos serviços que prestam à empresa e não deixam de ser necessários pelo valor que continuamente acrescentam pelo seu trabalho.

³ Uma participação relevante é o ponto a partir do qual o acionista tem incentivo a envolver-se nos assuntos da empresa, levando a cabo diligências no sentido da valorização da firma.

acionistas minoritários estão por isso em teoria mais sujeitos ao problema de agência, não só face aos gestores mas também face aos acionistas majoritários⁴ (La Porta *et al.* (2000)). Em relação à proteção dos restantes *stakeholders*, que em teoria se supõe legalmente ou contratualmente garantida, sabemos que na prática permanecem grandes suscetibilidades no respeito pelos seus direitos⁵. Assim, interessa perceber se a correção das falhas na proteção dos interesses dos *stakeholders*, passa por estender o fundamento e o objetivo da empresa ao bem-estar social e, em particular, dos *stakeholders* da empresa ou se se remete apenas para um aperfeiçoamento da lei e dos contratos entre a empresa e os *stakeholders* e um reforço dos mecanismos que asseguram que as duas partes (nomeadamente, a parte mais poderosa) os cumprem.

No meio académico, a teoria sobre o objetivo da empresa gerou e mantém um debate à sua volta, desde a década de setenta do século XX, intensificando-se a partir da década de noventa (Tricker (2000)). De facto, a literatura é vasta e muito rica em ideias e argumentos e Tricker (2000) intitula até de “debate filosófico” a divergência de visões da empresa. Um debate que opõe defensores da Teoria da Maximização do Valor de mercado de longo prazo da empresa (como por exemplo, Jensen (2001, 2004) e Stenberg (1996)) e da Teoria dos *Stakeholders* (Freeman (1984), Donaldson e Preston (1995) entre outros) mas que é enriquecido com outras teorias que se localizam entre estas duas, como, por exemplo, o contributo de Handy (2002).

A Teoria da Maximização do Valor propõe que as atividades e decisões dos gestores devem ser orientadas para o crescimento do valor de mercado de longo prazo da empresa⁶ (Jensen e Murphy (1990), Jensen (2001)). Jensen (2001) defende que, assumindo a ausência de externalidades negativas ou de monopólios, este é o comportamento que, através da maximização do lucro da empresa, permite a maximização do bem-estar social, pois é aquele que mais eficientemente utiliza os recursos. Por sua vez, a Teoria do

⁴ Na secção 2.1, sobre a intervenção acionista como mecanismo de governo, abordaremos com maior detalhe a questão da proteção dos acionistas minoritários.

⁵ As questões relacionadas com as externalidades sobre a poluição ambiental provocada pelas empresas são um exemplo de como a lei ainda não resolve todo o problema e de como algumas ações das empresas podem ter um impacto negativo na comunidade.

⁶ Jensen (2001) esclarece que este “valor” não é apenas a capitalização bolsista da empresa, mas a soma do valor de todas as formas de capital e financiamento da empresa.

Stakeholder postula que as decisões de gestão são tanto melhores quanto mais se abrirem a todos os *stakeholders* da organização. Inicialmente desenvolvida por Freeman (1984), esta teoria não deriva fundamentalmente de ramos científicos da Economia ou Gestão, mas da Ética Empresarial e da Filosofia (Freeman (1984), Donaldson e Preston (1995)). A responsabilização e o compromisso com os *stakeholders* são valores hoje presentes em muitas empresas, sob a figura da Responsabilidade Social Corporativa⁷. Jensen (2001) defende que o objetivo de maximizar o valor da empresa é o que melhor salvaguarda os interesses de todos os *stakeholders*. Para o autor, a Teoria do *Stakeholder* não é viável porque ao propor uma multiplicidade de objetivos (uma vez que existem múltiplos *stakeholders* numa empresa e cada um tem interesses legítimos mas específicos), não especificando o *trade-off* entre eles, deixa espaço para a desresponsabilização e promoção dos interesses próprios dos gestores. Nesta perspetiva no debate entre a maximização do valor de longo prazo da empresa e a Teoria dos *Stakeholder* a oposição não se encontra na dicotomia *shareholder-stakeholder*, uma vez que a limitação está antes: maximizar mais do que um objetivo é logicamente impossível e não permite um comportamento racional nem propósitos claros, logo a empresa não pode lograr maximizar os interesses de todos os *stakeholders*. A Teoria do *Stakeholder* contribui na medida em que explica como integrar na organização os *stakeholders* importantes.

Mais recentemente, Handy (2002) desafia o que considera serem dois “mitos” da empresa: o mito de que o lucro é o seu propósito superior e o mito de que os que financiam são donos da empresa, o que, sendo verdade, implica que a empresa procure antes de mais ir ao encontro dos objetivos dos proprietários, os quais podem ou não ser a maximização

⁷ Em muitos países a legislação evoluiu para um alargamento dos deveres de cuidado dos gestores aos interesses de outros indivíduos, em especial o capital humano, com base numa visão da organização como uma entidade com responsabilidade económica e social nas comunidades em que se insere e de cujos recursos beneficia. O sistema de governo alemão é um caso paradigmático pela obrigatoriedade da presença de representantes dos trabalhadores nos órgãos sociais da empresa. Também os códigos de *corporate governance* estão a introduzir o compromisso da empresa com os seus *stakeholders* nos objetivos do governo empresarial, mantendo, no entanto, a maximização do valor de todos os acionistas como o primeiro dever dos gestores. No caso português, o artigo 64º, alínea 1 b) do Código das Sociedades Comerciais estipula que o gerente ou administrador tem “*deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios*”, não deixando na segunda parte de referir que tal deve ser feito “*ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os trabalhadores, clientes e credores*”.

do valor da empresa⁸. Por isso, hoje a visão de uma empresa como um pedaço de propriedade é, para alguns, ultrapassada e sem sentido.

A divergência de opiniões sobre o objetivo da empresa ganhou sentido com o crescimento económico moderno, o aparecimento das grandes empresas e a consequente separação entre o controlo e a propriedade da mesma. Num negócio familiar, que é gerido por elementos da mesma família e o lucro da atividade é reduzido ou inexistente, seria difícil haver outro objetivo que não a sobrevivência da família.

Nas próximas secções 1.2 e 1.3 veremos como a separação entre a propriedade e a gestão marcou uma nova era da empresa e como pode conduzir ao problema de agência entre gestor e proprietário.

1.2 Separação do Controlo e da Propriedade da Empresa

“The surrender of control over their wealth by investors has effectively broken the old property relationships and has raised the problem of defining these relationships anew.”

Berle e Means (1932, p. 4)

A empresa moderna, uma entidade jurídica independente, com direitos e deveres, de responsabilidade limitada para todos os acionistas, surgiu em meados do século XIX, no Reino Unido, através das *British Companies Acts* de 1855 e 1862⁹. Numa época de vigoroso crescimento económico causado pela Revolução Industrial, a criação da figura da empresa de responsabilidade limitada teve o objetivo de permitir às atividades comerciais o acesso a um maior volume de capitais (do que aquele que conseguiam reunir apenas com os seus lucros). Retirando aos investidores a exposição do património pessoal às dívidas da sociedade, a criação da figura da participação social de responsabilidade limitada logrou estender a mais agentes o incentivo ao investimento na atividade

⁸ Alguns acionistas podem ser apenas especuladores, outros pretendem expropriar-se do valor da empresa através da pressão para a distribuição excessiva de dividendos ou através da instrumentalização da firma para outros negócios pessoais.

⁹ Legislação equivalente surgiu em França, em 1863 e na Alemanha, em 1884.

empresarial¹⁰, podendo entregar a gestão do negócio a outros. Mais tarde, no início do século XX, a figura da sociedade de responsabilidade limitada generalizou-se a empresas familiares e de capital privado ou fechado (*private equity*) que não procuravam financiamento alheio mas que encontraram benefícios neste modelo legal e organizacional. O número de sociedade de responsabilidade limitada de capital fechado é, nos dias de hoje, muito superior ao de empresas de capital aberto (Tricker (2012)).

A evolução da empresa determinou a evolução da sua propriedade (Berle e Means (1932)). Nas primeiras décadas de existência de sociedades de responsabilidade limitada, as empresas eram simples e pequenas e os seus acionistas estavam perto daquelas em que investiam. No início do século XX, as empresas tornaram-se maiores e mais complexas e a propriedade passou a ser cada vez mais dispersa (não só em número de proprietários mas também geograficamente) e, consequentemente, menos envolvida nos assuntos da empresa. Assim, sob um cada vez mais remoto e ineficaz escrutínio dos acionistas¹¹, os órgãos de gestão e administração ganhavam cada vez mais poder sobre os recursos e o destino da empresa. Como a propriedade era dispersa e o negócio estava em crescimento, a percentagem de ações da empresa que os gestores detinham era baixa, não se constituindo por aí um alinhamento de interesses entre acionistas e gestores.

Berle e Means (1932) foram pioneiros no estudo da separação entre a propriedade e o controlo da empresa, dando conta do crescimento do fenómeno nos Estados Unidos nos primeiros anos do século XX. O seu trabalho aprofundou o estudo do impacto das mudanças no controlo e propriedade da empresa no mercado de capitais, no comportamento da gestão e na teoria da empresa, fazendo recomendações no sentido de serem dadas mais garantias aos direitos dos acionistas, maior transparência e maior

¹⁰ Até aí, qualquer forma de atividade empresarial implicava enormes riscos pessoais para os envolvidos na responsabilização pela dívida da empresa, o que fazia com que o incentivo ao investimento em atividades empresariais geridas por outros fosse muito baixo. Além das empresas criadas pelo Estado (pela Coroa, no caso britânico), havia três formas de levar a cabo um negócio: individualmente, em parceria comercial ou através de uma entidade sem personalidade jurídica, que uns geriam e outros (os “*sleeping partners*”) apenas financiavam (Tricker (2012, p. 6)).

¹¹ Perante uma estrutura acionista dispersa e constituída por pequenos acionistas, a oportunidade de *free-riding* elimina o incentivo individual do acionista a envolver-se nos assuntos da empresa, isto é, sabendo que, por terem uma participação minoritária não têm influência na direção e votação dos assuntos da sociedade, não o fazem, beneficiando com o ativismo dos acionistas maiores. Além disso, a distância geográfica e as divergências de expectativas sobre dividendos, rentabilidade e prazo do investimento são outras razões plausíveis para explicar a passividade dos pequenos acionistas.

responsabilização dos gestores. Para os autores, com a empresa moderna deixou de existir a garantia de que os interesses daqueles que investem os seus fundos serão o principal critério da gestão. O poder dos gestores sobre os recursos e a condução da empresa é cada vez maior enquanto a capacidade de controlo pelos acionistas se enfraquece. A concentração da riqueza de muitos acionistas no arbítrio de um só órgão de direção, a concentração do poder económico em grandes firmas e o crescimento da emissão de ações sem direito de voto ou de mecanismos de *proxy voting* abalou o poder dos acionistas de uma forma sem precedentes na história da empresa. As suas reflexões e recomendações foram fundamentais na inspiração da reforma da legislação federal norte-americana iniciada em 1933, na criação da SEC e na regulação dos mercados de valores mobiliários norte-americanos (Tricker (2000)).

No entanto, a separação do controlo e propriedade traz igualmente benefícios para os acionistas, sob oportunidades de eficiência e criação de valor. Investir na empresa sem participar ativa ou assiduamente na sua gestão permite ao aforrador retirar benefícios da atividade empresarial (ou por acreditar que essa será a aplicação mais rentável para os seus fundos ou pelos benefícios que através dessa posição social, política ou comercial possa ganhar) mesmo que não possua a disponibilidade de tempo ou as competências de gestão necessárias. Por outro lado, aqueles que têm capacidades empreendedoras ou de gestão mas que não têm disponibilidade financeira para concretizar os seus projetos encontram essa possibilidade no capital externo. Adicionalmente, a dispersão do capital potenciada pela separação entre o controlo e a propriedade, pela responsabilidade limitada por que é caracterizada a participação social, e pela profissionalização da gestão permite dispersar o risco específico da empresa por vários investidores e promove o crescimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, a redução do custo do capital (Alves (2005)).

O trabalho de Berle e Means (1932) chamou assim, pela primeira vez, a atenção para o facto de que a separação do controlo e da propriedade abria caminho, devido à assimetria de informação entre ambas as partes, a um reforço exagerado do poder discricionário dos gestores na condução da empresa, pondo em causa os interesses dos acionistas. As constatações de Berle e Means (1932) sobre a assimetria de informação entre gestores e acionistas, a falta de alinhamento entre os interesses de ambos e os riscos que daí derivam

para os acionistas é o que a literatura denomina de problema de agência entre gestores e acionistas e que exploraremos na próxima seção.

1.3 Problema de Agência entre Gestores e Acionistas

“But have we any justification for assuming that those in control of a modern corporation will also choose to operate it in the interests of the owners? The answer to this question will depend on the degree to which the self-interest of those in control may run parallel to the interests of ownership (...)”

Berle e Means (1932, p. 113)

Estabelece-se uma relação de agência entre dois indivíduos quando um deles – o principal – contrata (explícita ou implicitamente) o outro – o agente – para realizar atividades (comerciais, financeiras, industriais, etc.) em nome e a favor do principal. O problema de agência reside no risco de que o agente realize essas atividades negligenciando os interesses do principal e procurando maximizar em primeiro lugar os seus interesses próprios. O agente dispõe de mais informação do que o principal, eventualmente no que diz respeito aos assuntos relacionados com a atividade para que foi contratado, mas sobretudo quanto às diligências que o próprio leva a cabo para realizar a atividade contratada. Na empresa, uma relação de agência estabelece-se a partir do momento em que os gestores (agente) se comprometem a realizar uma atividade a favor dos acionistas (principal), que delegam autoridade aos primeiros e a quem oferecem uma remuneração como contrapartida. No entanto, citando Jensen e Meckling (1976, p. 5), *“if both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal”* e vice-versa (Jensen (2004)). A assimetria de informação entre o gestor e o acionista transforma esta natureza maximizadora do interesse próprio no problema de agência: existindo divergência de interesses, o gestor escolhe, enquanto decisor racional, a opção que num conjunto de hipóteses maximize a sua utilidade, mesmo que em detrimento da dos acionistas, violando

o contrato de agência. A consequência desta força entre interesses do gestor e interesses do acionista é a destruição de valor¹² (Jensen (2004)).

O problema de agência na empresa chamou, em 1776, a atenção de Adam Smith que o expressou da seguinte forma: "*the directors of companies, being managers of other people's money than their own, it cannot be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own*" (Smith (1776, p. 439)). Como vimos, Berle e Means (1932) também abordaram a questão da divergência de interesses entre acionistas e gestores, dando nota de que na empresa moderna, a defesa dos interesses dos acionistas (principais) não está garantida à partida e depende do grau de alinhamento destes com os interesses dos gestores (agentes). Mas foi sobretudo a partir da década de setenta do século XX que a literatura se debruçou profundamente sobre a teoria do problema de agência entre gestor e acionista, conhecida como Teoria da Agência (Jensen e Meckling (1976)).

1.3.1 Teoria da Agência

No trabalho de referência da literatura sobre a Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) apresentam uma nova abordagem à teoria da empresa. A sua teoria baseia-se numa visão da empresa como um complexo de contratos, explícitos e implícitos, entre a empresa¹³ e os seus funcionários, fornecedores, clientes, credores, e outros *stakeholders*, de tal maneira essencial que "*the "behavior" of the firm is like the "behavior" of a market, that is, the outcome of a complex equilibrium process*" [entre os múltiplos contratos e interesses individuais que agrega] (Jensen e Meckling (1976, p. 9)). Os autores defendem que o comportamento dos indivíduos na empresa depende da natureza dos contratos, na medida em que são estes que determinam os seus direitos.

¹² Destruição de valor do acionista, que não vê os seus fundos rentabilizados ao nível máximo possível ou que, ainda que estes o sejam, está sob a possibilidade de ser expropriado do valor gerado. E destruição de valor para todos os *stakeholders* (e, no limite, para toda a sociedade) porque não só é perdido o diferencial de eficiência (ou seja, de valor) não alcançado na aplicação e gestão dos fundos investidos na empresa como também diminui a disponibilidade ex-ante dos investidores para financiar a empresa e, logo, diminuem as novas oportunidades de criação de valor (Shleifer e Vishny (1997)).

¹³ Os autores designam a empresa como uma "ficção legal", isto é, uma construção artificial que, pela lei, é tratada como um indivíduo, com personalidade.

Seria de supor que só por si o contrato celebrado entre o gestor e os acionistas permitisse garantir que o gestor não teria outra opção senão maximizar o valor para os acionistas, dada a proteção legal subjacente. Contudo tal não acontece e nesta relação o problema de agência permanece, porque o contrato entre o gestor e o corpo acionista de uma empresa, que designa os direitos (de controlo e remuneração) e os deveres (de lealdade) do primeiro face ao segundo, é inevitavelmente incompleto¹⁴ (Fama e Jensen (1983), Shleifer e Vishny (1997)). Dada a limitação dos contratos e o consequente reforço dos poderes da gestão, os acionistas têm basicamente três formas (complementares) de minimizar ou, idealmente, eliminar o problema de agência: (i) (*ex-ante*) dar incentivos ao gestor para que atue no sentido da maximização do valor da firma (tanto mais eficazes quanto mais aproximem os interesses do gestor aos dos acionistas), (ii) (*ex-post*) monitorizar o seu comportamento e decisões e (iii) promover outros mecanismos de *corporate governance*, que surgem como resposta ao facto de o sistema de incentivos e a monitorização direta não serem suficientes para ultrapassar o problema de agência (Shleifer e Vishny (1997)).

1.3.2 Teoria e Evidência dos Custos de Agência

A gestão do conflito de interesses implica para os acionistas os denominados custos de agência (Jensen e Meckling (1976)). Estes custos não se cingem aos custos de monitorização da atividade da gestão (que já por si englobam uma janela muito alargada de itens, como por exemplo, a contratação de auditorias externas e de serviços jurídicos, o sistema de compensações, o custo de oportunidade do tempo e esforços pessoais

¹⁴ Por mais exaustivo e descritivo que este contrato seja na especificação de como os fundos dos investidores devem ser alocados e os lucros distribuídos e na projeção de cenários para o futuro, estipulando um determinado comportamento para cada uma dessas circunstâncias, não é possível que um contrato preveja e encerre em si todas as possíveis contingências que poderão vir a afetar a empresa e exigir uma atuação do gestor. Lacunas existem quer o gestor esteja totalmente comprometido com a maximização do valor do acionista quer não, acentuando-se naturalmente quando o gestor não exerce todos os meios ao seu alcance para acomodar no contrato todas as eventualidades que considera possíveis (Shleifer e Vishny (1997)). Consequentemente, fica por desenhar e alocar o controlo nas situações não previstas pelo contrato, isto é, os direitos residuais de controlo (Grossman e Hart (1986), Hart e Moore (1990)).

Dado que o contrato é incompleto, o melhor para a proteção dos acionistas seria que os direitos residuais de controlo fossem exercidos pelos próprios. Aliás, como refere Alves (2005), a propriedade das ações corresponde à titularidade dos direitos residuais de controlo. Porém, muito frequentemente, estes não têm competência, disponibilidade ou motivação para o fazer, e com maioria de razão quando a circunstância é inesperada e complexa (ao ponto de não ter sido contemplada no contrato). Se juntarmos a estas circunstâncias a inexistência de ativismo acionista (devido, por exemplo, a uma estrutura acionista muito dispersa), necessariamente os gestores vêem reforçado o seu arbítrio na condução da empresa.

despendidos) mas são também os pagamentos ao próprio gestor para garantir que ele não realizará certas ações prejudiciais e que, caso as faça, o acionista é recompensado pelo prejuízo (os “*bonding costs*”) e ainda as perdas (ou ausência de ganhos) residuais que resultam da impossibilidade de erradicar o problema da agência por completo. A má aplicação dos fundos dos acionistas é já por si uma forma de gestão oportunista, a qual se agrava quando existe expropriação¹⁵.

Jensen e Meckling (1976) demonstram teoricamente a existência de custos de agência¹⁶ e Shleifer e Vishny (1997) reúnem diversa evidência empírica demonstrando que a expropriação de valor da empresa por parte dos gestores efetivamente existe e implica custos economicamente relevantes para os acionistas¹⁷. Foi encontrada evidência de que os gestores tomam muitas vezes decisões economicamente ineficientes no sentido da expansão da empresa (quer por meio da diversificação quer pela compra ou fusão de empresas) e que implementam medidas auto-beneficiadoras e contra a perda de controlo no caso de as empresas que gerem serem alvos de *takeovers*¹⁸.

¹⁵ De facto, a expropriação de valor da empresa pelos gestores pode tomar formas rebuscadas e difíceis de provar. O roubo (desvio) de fundos é a mais óbvia e direta e, por isso, talvez a menos provável. Vender o *output* ou ativos da empresa a um preço inferior ao preço de mercado a outra empresa que o próprio detém, consumir de forma excessiva “mordomias” suportadas pela empresa, receber uma remuneração elevada e incoerente com o desempenho da empresa, expandir a empresa além daquilo que se demonstra racional e eficiente, manter-se no cargo, etc., são exemplos que já se demonstrou ocorrerem frequentemente (Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (2000)).

¹⁶ Fazem-no em dois tempos, mostrando que existem custos de agência relacionados com a utilização de financiamento próprio (“equity”) e custos relacionados com o recurso a dívida.

¹⁷ Jensen (1986) defende que, tipicamente, os gestores escolhem reinvestir o *free cash flow* da empresa e não devolvê-lo aos investidores. Um conjunto vasto de investigação sobre fusões e aquisições tem demonstrado que o retorno do anúncio de uma aquisição é frequentemente negativo para o lado da empresa licitante, (Bukart e Panunzi (2006), Jensen (2004), Jong *et al.* (2005)), o que ainda assim parece poder ser apaziguado se houver incentivos ao gestor sobre os resultados da estratégia (Lewellen *et al.* (1985)); Bhagat *et al.* (1990), Lang e Stulz (1994), Comment e Jarrel (1995) encontram evidência de perdas de valor da empresa devido a estratégias de diversificação; e Morck *et al.* (1995) descobrem que o retorno da empresa licitante é mais baixo quando a aquisição proporciona diversificação ou a adquirida é uma empresa em rápido crescimento. Em relação à perda do controlo, Long e Walkling (1984) demonstram que a resistência da gestão a *takeovers* geradoras de valor é menor quando os gestores têm interesse financeiro na concretização da aquisição (por deterem ações ou por beneficiarem de *golden parachutes*) ou quando acreditam que manterão o seu emprego. Outros estudos mostram que quando a gestão consegue implementar medidas *anti-takeover*, os acionistas saem prejudicados (DeAngelo e Rice (1983)).

¹⁸ O termo “takeover” é a denominação anglo-saxónica de uma Operação Pública de Aquisição (OPA). Ao longo deste trabalho ambos os termos assim como “aquisição” serão utilizados indiscriminadamente com o mesmo significado.

A evidência de que o controlo tem valor no mercado acionista é apontada também como um indicador de custos de agência. O valor do controlo explica-se não apenas pela capacidade que dá aos acionistas de influenciar a ação dos gestores mas também pela oportunidade para os grandes acionistas se expropriarem dos acionistas minoritários e dos credores da empresa. E, efetivamente, o que se verifica em muitos países é que muitas sociedades são controladas por grandes acionistas, como famílias ou bancos, e que nesses casos a relação de agência existe sobretudo entre os grandes e os pequenos acionistas (La Porta *et al.* (2000), Shleifer e Vishny (1997)). Estudos da década de 80 e 90, para os E.U.A, registaram que ações com direitos de voto superiores eram negociadas a prémio face a ações com direitos de voto inferiores. Para outros países, como Israel, Suécia, Suíça, Itália e Rússia, foi também verificada a existência de um prémio pelo controlo. O facto de um bloco de ações ordinárias (ou uma ação com direitos de voto superiores aos direitos de dividendos) terem subjacente um prémio face a uma participação minoritária (ou a uma ação ordinária), não aconteceria se o ou os investidores com controlo esperassem receber o mesmo retorno que um investimento que proporcione menor controlo. Estes estudos sugerem, por isso, que existem países onde o problema de agência - quer seja entre gestor e acionistas quer seja entre acionistas com controlo e acionistas minoritários - é mais grave do que noutros e que, por essa razão, o controlo não tem o mesmo valor em todos os países, o que parece resultar de diferenças no nível de proteção dos direitos dos acionistas nos vários países (Shleifer e Vishny (1997)). Isto mesmo defendem La Porta *et al.* (2000), quando postulam que o nível de proteção legal dos direitos dos investidores¹⁹ (acionistas minoritários e maioritários e credores) é o fator-chave para compreender a configuração do sistema de governo das sociedades mais utilizado numa economia, na medida em que comprovadamente influencia o valor do controlo que, por sua vez, determina o ponto de equilíbrio da estrutura acionista (em países com uma proteção fraca dos investidores o controlo tem um valor superior, o que faz com que a estrutura acionista seja tendencialmente mais concentrada do que em países com uma proteção forte). La Porta *et al.* (1998, 2000) encontram diferenças substanciais

¹⁹ A proteção legal a que os autores aludem não se trata só do conteúdo da lei e da regulação quanto à defesa dos direitos de todos os acionistas e dos credores, mas também à capacidade do sistema legal e judicial para garantir o seu cumprimento.

Os autores introduzem os credores como um *stakeholder* tão importante quanto os acionistas no problema de agência, e por isso falam em investidores e não apenas em acionistas.

no nível de proteção legal dos investidores entre as quarenta e nove economias que estudam e defendem que esse grau de proteção varia de acordo com a “família” legal de origem da Lei comercial do país. Concluem que os países de Direito Comum (Reino Unido, E.U.A e toda a Commonwealth) têm a legislação mais favorável para os investidores, mas que são os países de Direito Civil alemão e Direito escandinavo que melhor garantem o efetivo cumprimento da lei. Já o Direito francês é o que fica menos bem classificado em qualquer uma das vertentes, entre as quatro “famílias”²⁰. A evidência mostra que uma mais forte proteção legal dos direitos dos acionistas está associada a um governo das sociedades mais eficaz, mercados financeiros mais desenvolvidos e capitalizados, estruturas acionistas mais dispersas e uma alocação e distribuição mais eficiente do capital pelas empresas. Por todas estas razões, La Porta *et al.* (2000) defendem que o fortalecimento da proteção legal dos investidores é crucial e recomendam reformas profundas nos sistemas legais dos países.

A constatação de que os custos de agência são uma realidade é ocasião para questionar por que razão os acionistas investem, mesmo sabendo que, enquanto principais, na relação de agência com os gestores, vão suportar custos de agência. É possível que os acionistas acreditem que a preocupação do gestor pela sua reputação o fará alinhar-se com os interesses dos acionistas ou que os acionistas sejam de tal forma entusiastas com a atividade de investir e o negócio em que investem que o seu excessivo otimismo os faça desvalorizar os custos de agência. Mas, regra geral, o principal motivo pelo qual os acionistas aplicam os seus capitais em projetos empresariais que não gerem é o conjunto de direitos de governo que recebem em contrapartida, como o direito de voto sobre as matérias mais importantes sobre a sociedade, o direito de convocar e participar em assembleias gerais, o direito de receber e auditar informação financeira da sociedade, etc. (Shleifer e Vishny (1997)).

Tendo até aqui exposto o contexto histórico e os fundamentos económicos do governo das sociedades urge agora compreender o seu conceito.

²⁰ La Porta *et al.* (2000) expõem as razões que consideram estar na base destas diferenças.

1.4 Governo das Sociedades e Performance

Não existe um conceito de *corporate governance* que seja universalmente aceite. Enquanto alguns autores consideram o *corporate governance* um exclusivo da relação entre administradores, gestores e acionistas (Teoria da maximização do valor da empresa) outros defendem que dos objetivos do governo empresarial faz parte a responsabilização da empresa por um conjunto mais alargado de indivíduos e instituições cujos interesses estão legitimamente relacionados com a atividade da empresa (Teoria do *Stakeholder*). No que diz respeito à natureza das relações no seio da empresa, a visão dominante - a Teoria da Agência - é a de que existe um conflito de interesses entre os gestores e os acionistas que gera custos de agência. E, nesse sentido, o objetivo primordial do *corporate governance* é evitar tais custos, através de vários mecanismos. Esta é a perspetiva de Shleifer e Vishny (1997) que definem governo das sociedades da seguinte forma: “*corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance assure themselves of getting a return on their investment*” (p. 737).

Na perspetiva da OCDE (2004), referida nos seus Princípios de *Corporate Governance*, “*corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.*” (p. 11).

O Relatório de *Cadbury* (1992), como ficou conhecido o relatório final da Comissão para os Assuntos Financeiros do *Corporate Governance* criado no Reino Unido em 1991²¹, foi um dos primeiros códigos de bom governo e uma referência para os códigos elaborados nos anos seguintes noutros países. Nas suas recomendações, a Comissão definiu *corporate governance* da seguinte forma: “*Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled*” (p. 15), “*The specifically financial aspects of corporate governance are the way in which boards set financial policy and oversees the implementation, including the use of financial controls, and the process whereby they report on the activities and progress of the company to the shareholders*” (p. 15).

²¹ Na secção 2.6. relatam-se as razões que motivaram a criação desta Comissão.

Em Portugal, a CMVM define governo das sociedades como “*o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.*” (CMVM (2005, p. 1)). E, finalmente, o Livro Branco sobre *Corporate Governance* (Silva et al. (2006)) entende o governo das sociedades como o “*o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência*” (p. 12).

Todas estas referências se pautam por uma perspetiva comum sobre o governo das sociedades: um conjunto de mecanismos de direção e de fiscalização de uma sociedade que devem promover o exercício eficaz da sua atividade de acordo com os objetivos para que foi criada e que protejam de igual forma todos os seus acionistas.

Resumidas as perspetivas de referência internacional e nacional sobre o que é o governo das sociedades, é interessante concluir esta breve revisão com uma referência a Alves (2007), que ressalta a importância da *performance* da empresa no governo de uma sociedade: “*o âmbito do corporate governance não se limita à fiscalização e controlo das equipas de gestão, mas antes envolve todos os mecanismos que conduzam a que a empresa obtenha uma elevada performance e que os respetivos resultados sejam apropriados (proporcionalmente) por todos os seus acionistas*” (p. 185). Contraditoriamente, raras vezes os códigos de bom governo têm demonstrado preocupações relativas ao desempenho económico e financeiro nas recomendações que fazem às sociedades cotadas (Alves e Mendes (2004)).

A relação com o desempenho das sociedades tem ocupado grande parte da investigação que se debruça sobre o *corporate governance*. No entanto, mais de vinte anos de estudos não foram ainda conclusivos sobre a existência inequívoca de uma relação positiva entre o bom governo e o desempenho de uma sociedade (Bebchuck e Weisbach (2009), Bhagat et al. (2007), Larcker et al. (2007), Shleifer e Vishny (1997)).

Por exemplo, no que diz respeito ao tamanho dos órgãos de administração e fiscalização (número de membros), a maioria dos estudos evidencia uma relação positiva (algumas referências são Alves e Mendes (2004), Dalton et al. (1999), Fernández et al. (2012),

Larmou e Vafeas (2010) e Raja e Kumar (2008)), mas já relativamente à independência (proporção de administradores não-executivos independentes) a maioria conclui por um efeito neutro (por exemplo, Dalton *et al.* (1998), De Andres *et al.* (2005), Gill *et al.* (2009) e Larmou e Vafeas (2010)), ou um efeito positivo (algumas referências são Alves e Mendes (2004), Kaczmarek *et al.* (2011), Lin *et al.* (2009) e Mura (2007)).

Já quanto ao ativismo acionista, assim como não há um consenso teórico quanto ao seu efeito no governo das sociedades, também não há evidência empírica inequívoca dos seus efeitos no desempenho da mesma. Morck *et al.* (1988) e McConnell e Servaes (1990) demonstram que o desempenho melhora com a presença de blocos acionistas enquanto outros estudos não encontram relação entre o nível de concentração acionista e a *performance* da sociedade (Demsetz e Lehn (1985), Holderness e Sheehan (1988) e Murali e Welch (1989)). O mesmo se passa no que diz respeito ao ativismo dos investidores institucionais (Alves (2005)).

Relativamente ao mercado de controlo, existem estudos que suportam que o mercado é eficiente no controlo do problema de agência (Holmstrom e Kaplan (2001), Morck *et al.* (1998)) e outros que não encontram diferenças significativas entre o desempenho das empresas alvo e não alvo antes da realização de *takeovers*, ou entre alvos de OPA hostis ou amigáveis (como é o caso de Franks e Mayer (1996) e Martin e McConnel (1991)).

Apesar da falta de evidência empírica inequívoca, a convicção de que tal relação existe²², isto é, de que melhores práticas de governo têm um efeito positivo no desempenho da empresa, tem levado muitos autores nos últimos anos defender a necessidade de reformular a forma como até agora esta relação é testada, pois os indicadores usados para avaliar e medir o governo das empresas não têm sido capazes de qualificar uma estrutura

²² Esta parece ser também a convicção da generalidade dos investidores. É a conclusão a que chega um *survey* da consultora McKinsey & Company (2000), em colaboração com o Banco Mundial, procurou perceber de que forma os acionistas têm em consideração e valorizam o governo das sociedades nas suas decisões de investimento. Os resultados revelaram que 75% dos investidores afirmou que no momento em que avaliam empresas para realizar investimentos, as práticas do conselho de administração são um critério tão ou mais importante quanto o desempenho financeiro da sociedade. Para além disso, mais de 80% dos investidores diz estar disposto a pagar mais pelas ações de uma empresa bem governada quando comparada com uma sociedade com um governo fraco e um desempenho financeiro semelhante. O estudo demonstrou ainda que o prémio pelo bom governo que os investidores estão dispostos a pagar varia de acordo com o país: os investidores dizem-se dispostos a pagar 18% mais pela ação de uma empresa bem governada nos E.U.A, no Reino Unido ou na Suíça, mas aumentam para 22% o prémio que estão dispostos a pagar por uma sociedade bem-governada em Itália e para 28% na Venezuela.

tão complexa e subjetiva quanto o governo de uma empresa (Bebchuck e Weisbach (2009), Daines *et al.* (2010), Bhagat *et al.* (2007), Larcker *et al.* (2007)).

“Estruturas”, “práticas” ou “mecanismos” são termos habitualmente utilizados para designar as várias formas através das quais o governo das sociedades se materializa. No capítulo seguinte abordamos cada um desses mecanismos de governo, expondo a configuração do seu contributo mas também as formas como podem ser desvirtuados ou neutralizados, por ação dos gestores ou pela sua fraca adequação às características da sociedade.

Capítulo 2. Mecanismos de Governo das Sociedades

Os mecanismos que a literatura, em geral, apresenta como principais elementos de um sistema de governo corporativo são (i) a intervenção dos acionistas – com destaque para o ativismo dos investidores institucionais; (ii) o esquema de incentivos e de remuneração dos executivos, (iii) o órgão de fiscalização da sociedade (administradores não-executivos); (iv) o mercado de controlo¹ (v) a divulgação de informação pela sociedade e (vi) e os códigos e recomendações de boas práticas de *corporate governance* (Alves (2005), Bhagat *et al.* (2007), Larcker *et al.* (2007), Shleifer e Vishny (1997)).

2.1 Intervenção dos Acionistas

Os direitos e deveres dos acionistas são estipulados pelo Direito vigente no espaço onde a sociedade está formalmente sediada – pelo Código das Sociedades Comerciais em Portugal, ou a *Company Act* nos Estados Unidos e no Reino Unido, por exemplo – e pelos estatutos da sociedade e, nalguns casos, por acordos parassociais entre acionistas. Ainda assim, existe um conjunto comum de direitos e deveres a nível internacional. Um deles é o direito de voto em assembleia-geral de acionistas (Tricker (2012)), através do qual estes têm o poder de deliberar sobre a nomeação e destituição dos gestores e auditores, a aprovação dos relatórios de gestão e contas, a aplicação dos resultados proposta pelos administradores e outras iniciativas de gestão trazidas à sua consideração em assembleia-geral. Podem também fazer propostas para consideração da assembleia-geral e interagir diretamente com os gestores (Bhagat *et al.* (2007), Alves (2005), Tricker (2012)). Em Portugal, os acionistas não têm o direito de estar presente em reuniões internas da empresa ou envolver-se na gestão, a não ser a pedido da administração².

O potencial de ativismo da maioria dos acionistas das empresas é baixo, devido aos custos subjacentes, à falta de competência e/ou de informação e pelo incentivo ao *free-riding*³.

¹ Tradução do termo anglo-saxónico “market for corporate control”.

² Vide artigo 373º do CSC.

³ Berle e Means (1932) identificaram a contradição que se instala na organização cuja gestão está separada da propriedade: coletivamente os acionistas têm incentivo a fiscalizar a gestão, mas, em termos individuais,

No entanto, o ativismo acionista está em crescimento e é, regra geral, exercido por grandes acionistas (Bebchuk e Weisbach (2009), Tricker (2012)).

Morck *et al.* (1988) encontraram evidência de uma relação forte entre a existência de grandes acionistas e o desempenho da empresa. No entanto, a mesma evidência não existe para o efeito sobre a criação de valor para todos os acionistas e a proteção dos seus direitos (Romano (1993), Bebchuk e Fried (2004)).

Em teoria, a concentração acionista permite alavancar a proteção legal concedida aos acionistas pois cria possibilidades de intervenção que não são diretamente previstas pela lei, como a possibilidade de negociar de forma privada e direta com a gestão (Shleifer e Vishny (1997)). Quando a maioria dos direitos de voto está concentrada num acionista ou num pequeno número de acionistas, é mais fácil e eficaz influenciar e controlar a gestão da empresa, não só pelo exercício de maior autoridade perante os gestores mas também pela redução da assimetria entre ambos no acesso à informação, podendo dizer-se por isso que a intervenção dos grandes acionistas é um mecanismo de governo (Bebchuk e Weisbach (2009), Bhagat *et al.* (2002), Bhagat *et al.* (2007), Shleifer e Vishny (1997)). Todavia, o ativismo acionista tem limitações e é um mecanismo controverso. Como vimos na secção 1.3.2, a expropriação dos grandes acionistas sobre os pequenos acionistas ocorre frequentemente e, nesses casos, a intervenção dos acionistas deixa ser uma boa prática de governo das sociedades pois não serve a maximização do valor da organização e de todos os seus acionistas.

A crise financeira intensificou o debate entre os que consideram que a intervenção dos grandes acionistas pode ser parte da solução e os que defendem que é parte do problema. Mas apesar do debate, também após a crise financeira foi o momento em que se intensificaram os apelos por parte de muitas autoridades públicas de supervisão (por exemplo, a CMVM em Portugal) e de códigos de boas práticas de *corporate governance*

os pequenos acionistas caem num comportamento do tipo *free-riding*. Assim, parece ser certo que só a partir de certa percentagem de direitos de controlo detidos é que o acionista tem incentivo a intervir ativamente no governo da sociedade. A percentagem de direitos de controlo a partir da qual o benefício do ativismo de um determinado acionista é superior ao custo depende de variáveis como a estrutura acionista e o ativismo dos restantes investidores (não necessariamente só acionistas, mas também os credores e obrigacionistas), o contexto legal de proteção dos acionistas, a confiança nos gestores, outras atividades que o acionista realize, características do mercado relevante e do negócio, características organizacionais, etc. É consensual que organizações com uma estrutura de controlo mais dispersa sofrem de um menor ou menos eficaz ativismo por parte dos acionistas (Bebchuk e Weisbach (2009)).

para um maior ativismo de um grupo específico de acionistas: os investidores institucionais (Alves (2005)).

2.1.1 Investidores Institucionais

A configuração da propriedade da empresa de capital aberto do final do século XIX está a mudar de forma muito relevante, caminhando para uma situação complexa em que os acionistas já não são apenas indivíduos ou sociedades comerciais mas também investidores institucionais. Entre os investidores “finais” e as empresas posicionam-se agora intermediários financeiros (como fundos de pensões, *hedge funds*, *mutual funds*, fundos soberanos, seguradoras, bancos), frequentemente em cadeia (Tricker (2012)). Bebchuk e Weisbach (2009) revelam que nos últimos anos, os intervenientes mais importantes no ativismo acionista foram os *hedge funds*. Gillan e Starks (2000) apontavam os fundos de pensões e associações de fundos de pensões como os mais ativos, na década de noventa do século passado. Brickley *et al.* (1988, 1994) e mais recentemente Bhagat *et al.* (2007) referem que o ativismo dos investidores institucionais se tem focado (i) em ações de oposição à introdução de mecanismos anti-*takeover*, (ii) no apoio a propostas de acionistas e (iii) na negociação com a gestão sobre o conteúdo dessas propostas, sobretudo em matérias relacionadas com a avaliação e remuneração executiva, a independência dos administradores e a eleição/destituição dos mesmos. No entanto, também a evidência tem demonstrado que os acionistas aceitam com maior probabilidade propostas da gestão do que propostaspositoras (Pound (1988)), mas que ainda assim são as propostas dos investidores institucionais as que recebem mais apoio de entre o conjunto de propostas de acionistas (Gillan e Starks (2000)).

Alves (2005) reúne um largo conjunto de estudos quanto à evidência do ativismo e conclui que os investidores institucionais “ativos” são ainda uma minoria. Mais recentemente, Roe (2011) confirma esta realidade para os Estados Unidos, referindo que é ainda uma “novidade” a detenção de grandes blocos de ações (independentemente do ativismo subjacente) por parte de investidores institucionais. O conjunto de estudos existentes é inconclusivo quanto aos efeitos do ativismo institucional no desempenho de longo prazo das empresas. A maioria dos estudos não encontra qualquer tipo de relação significativa entre o ativismo institucional (pelo menos, do que é de conhecimento público) e o desempenho da empresa, quer medido por variáveis contabilísticas, quer por

variáveis relacionadas com a prestação da empresa no mercado acionista. Outros estudos existem que concluem por uma relação positiva e outros por uma relação negativa (Alves (2005)). A realidade não tem sido também a de um desencadeamento de alteração da estrutura governativa, distinguindo-se, no entanto, a ação particular de alguns fundos norte-americanos como o CalPERS⁴ e o TIAA-CREF⁵ (dois dos fundos de pensões mais ativistas nos E.U.A) (Tricker (2012)).

A questão que permanece é a de saber quão vocacionados estão e que motivações carregam os investidores institucionais nas suas práticas de ativismo acionista.

2.2 Incentivos e Remuneração Executiva

Uma solução desde cedo apontada para o problema de agência foi remunerar o gestor de forma contingencial em relação aos resultados de longo prazo da empresa, criando um sistema de incentivo com base na remuneração, desenhado de forma a eliminar o conflito de interesses entre o gestor e os acionistas. Não existe, todavia, evidência inequívoca de uma relação positiva entre quer o nível de remuneração quer uma determinada configuração desses incentivos com o desempenho da sociedade (Bebchuk e Fried (2003), Conyon *et al.* (1995), Hall e Liebman (1998), Holmstrom (1979), Jensen e Murphy (1990)). E, por isso, a literatura divide-se entre aqueles que consideram que a remuneração executiva é uma forma eficiente de reduzir os custos de agência e aqueles que, pelo contrário, a vêem como parte, e não como solução, do problema de agência.

Atualmente, a remuneração executiva é frequentemente um pacote de diferentes tipos de benefícios: remuneração fixa e variável, ações e opções sobre ações da sociedade, e outros benefícios de pagamento diferido, seguro de vida e de pensão, “mordomias”, empréstimos bonificados, etc. (Tricker (2012)).

Desde os anos noventa do século XX, mas com maior ênfase desde a crise financeira iniciada em 2007, cresceu a preocupação e o descontentamento entre acionistas, credores e trabalhadores com a remuneração dos executivos, alegadamente excessiva e

⁴ California Public Employees' Retirement System.

⁵ Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund.

frequentemente incoerente com os resultados da empresa e o contexto do mercado (Bebchuk e Weisbach (2009), Conyon *et al.* (1995)). A crise espoletou também um ataque dos *media* e uma grande contestação na opinião pública, um episódio típico em períodos de declínio do mercado (Bhagat *et al.* (2007)). Esta questão tem sido, aliás, umas das principais reivindicações do ativismo acionista, com uma particular atenção dos investidores institucionais. Concretamente, são discutidos dois aspetos: (i) a estrutura do esquema e (ii) o crescimento muito pronunciado das remunerações dos gestores (Bebchuk e Weisbach (2009)). Em 1979, os executivos das maiores empresas dos E.U.A. ganhavam vinte vezes mais do que os trabalhadores da sua empresa com remunerações mais baixas, número que em dez anos evolui para cem (Tricker (2012, p. 322)). No Reino Unido, entre 1980 e 1993, o crescimento real da mediana de salário e bónus dos executivos foi aproximadamente igual a 149%, um valor igual a 336% se se tiver em conta apenas as empresas do Financial Times (FT) Top 100. Não existe um consenso sobre as razões de tal crescimento⁶. Para os autores que consideram a compensação executiva um fator de agravamento do problema da agência, o crescimento das remunerações não é mais do que um resultados do excesso de poder dos gestores na definição da sua remuneração, potenciado por uma fraca contraposição por parte do conselho de administração, de uma reduzida proteção dos acionistas e da falta de transparência. Afirmam, por isso, que a compensação executiva é superior, e menos sensível ao desempenho, quando a qualidade do governo é inferior (Bebchuk e Fried (2003), Conyon *et al.* (1995))⁷.

⁶ As teses que tentam justificar o incremento real das remunerações dos gestores como parte da solução do problema de agência defendem que este é o reflexo de um contributo adicional que os gestores trazem hoje às organizações, quer seja pelas competências que adquirem fora da organização (Kaplan e Raugh (2009)), quer seja pelas suas competências transversais a indústrias e organizações que lhes dão margem de negociação para exigir rendimentos mais elevados do que a média (Murphy e Zabojnik (2007)). Há também a tese de que o crescimento das remunerações é proporcional ao crescimento da capitalização bolsista da empresa (Gabaix e Landier (2008)). As características do mercado dos gestores profissionais podem também ter algum impacto nesta tendência. Como sabemos, o mercado de trabalho sofre, mais do que o de bens e serviços, de assimetria de informação e limitações à mobilidade dos recursos. Por maioria de razão, essa assimetria de informação é maior no mercado dos gestores profissionais, dado o sigilo em que as empresas mantêm a remuneração e a avaliação dos seus trabalhadores mais bem pagos e estratégicos (Alves (2005)).

⁷ Bebchuk e Weisbach (2009) utilizam uma série de estudos, realizados entre 1997 e 2003, para demonstrar que a remuneração do CEO é mais elevada (i) quando os administradores não executivos trabalham noutros conselhos de administração, (ii) quando mais administradores não executivos foram nomeados sob indicação do CEO, (iii) quando não existem acionistas grandes e (iv) quando a existência de mecanismos *anti-takeover* é mais significativa.

A segunda dimensão do debate à volta da remuneração dos executivos é a estrutura do esquema de remuneração. Um dos meios de remuneração mais populares e, simultaneamente, mais polémicos em relação à sua eficácia é a compensação baseada em *equity* da empresa, através de ações e opções sobre ações. A partir dos anos 80, o uso de ações e opções sobre ações generalizou-se, tendo sido altamente incentivado na literatura e promovido por acionistas e reguladores, por ser visto como um instrumento fortemente aproximador dos interesses do gestor e do acionista (Bhagat *et al.* (2007), Conyon *et al.* (1995), Shleifer e Vishny (1997), Tricker (2012))⁸. No início do século XXI, estes ativos tinham um peso muito elevado na totalidade do rendimentos dos gestores (Bhagat *et al.* (2007)) e as preocupações começaram a surgir, com algumas vozes a defender que os sistemas de incentivos correntes davam demasiado foco ao desempenho de curto prazo (como Bebchuk e Fried (2004)). Após a crise financeira de 2007-2009, surgiram enormes críticas e a desconfiança sobre que quota-parte de responsabilidade na crise teria a configuração dos esquemas remuneratórios. Para promover a (sobre)valorização das ações (ou evitar a sua desvalorização) e, eventualmente, um crescimento da sua volatilidade, muitos gestores (i) expuseram a organização a negócios de risco excessivo⁹ (ii) manipularam os resultados da empresa, (iii) omitiram informação relevante ou

⁸ Já em 1932, Berle e Means acreditavam nesta relação e defendiam que no início do século XX a parcela que os gestores detinham das empresas que geriam eram demasiado pequena para constituir um incentivo adicional à maximização do valor da empresa, devendo por isso ser mais elevada. Há, no entanto, que ter em conta que uma remuneração baseada em ações e opções da empresa não filtra a *performance* específica da empresa do mercado, estando por isso a remunerar-se (ou a prejudicar-se, caso o mercado esteja em queda) os gestores por um desempenho que não lhes é devido (Tricker (2012)).

Larcker e Tayan (2012) sublinham que não existe um esquema certo ou errado por si, dependendo antes do nível de risco do negócio que estrategicamente faz sentido assumir em cada momento para a sociedade. Estes autores trazem ainda uma nova variável para o estudo da eficácia do sistema de incentivos: a riqueza (ou o portefólio) acumulada do executivo. Concluem que existe uma elevada probabilidade de que os efeitos da riqueza acumulada se sobreponham aos efeitos dos incentivos anuais, demonstrando que é imperativo ter em conta a riqueza total do executivo (e a composição desse portefólio) para perceber se a empresa está ou não a oferecer os incentivos corretos, isto é, alinhados com a estratégia da empresa e a criação de valor para os acionistas. Os decisores da política de remuneração devem igualmente estar sensíveis às mudanças das condições de mercado de ações que possam implicar alterações nos resultados esperados dos planos de incentivos e alterá-los, quando necessário.

⁹ Como é sabido, a pulverização do risco de uma carteira deve ser feita pelos investidores (acionistas) e não pelas empresas. Contudo, perante uma remuneração baseada em ações e opções de uma única empresa (e se a esse portefólio acrescentarmos o facto de o seu salário ser pago pela mesma empresa) o gestor tem incentivo a diversificar a sua “carteira” de modo a eliminar o risco específico. Uma das formas que pode encontrar para o fazer é através da diversificação do negócio da empresa.

divulgaram informação incorreta aos acionistas e ao mercado, (iv) e geriram o calendário dos anúncios, investimentos e *cash flows* de acordo com o seu esquema de incentivos.

Desde então, as autoridades reguladoras procuram formas de melhorar os esquemas de remuneração e medidas que permitam também melhorar o processo através do qual a política e o esquema de remuneração executiva são definidos numa sociedade (Bebchuk e Weisbach (2009)). Atualmente, as ações e opções tendem a ser substituídas por bónus, em função do desempenho extraordinário (Tricker (2012)). A maior parte dos códigos de *corporate governance*, como é o caso português, recomendam a existência de uma comissão de remuneração, criada no seio do conselho de administração, composta por administradores não executivos, total ou maioritariamente independentes¹⁰.

Conscientes da importância do sistema de incentivos mas também da dificuldade que a sua definição representa, reguladores e académicos concordam com a necessidade de que complementarmente seja dado maior poder aos acionistas para elegerem os administradores executivos e aprovarem a sua remuneração e que os administradores não executivos assumam uma atitude de maior independência e um monitoramento mais eficaz.

2.3 Administradores Não-executivos

O controlo e a supervisão da atividade de uma sociedade, incluindo a avaliação do desempenho dos administradores executivos, é o motivo da existência de um segundo grupo de administradores que complementam a estrutura de fiscalização de uma sociedade: os administradores não-executivos. Estes não assumem atividades de gestão corrente da sociedade (ao contrário dos executivos), mas como membros do conselho de administração também devem contribuir para a definição da estratégia da empresa e aconselhar os executivos em matérias de gestão do negócio (Alves (2007)). Controlar e

¹⁰ Nos E.U.A, a *Sarbanes-Oxley Act* impõe que a comissão de remuneração das sociedades cotadas seja exclusivamente composta por administradores independentes. No caso português, o Código de Governo das Sociedades da CMVM (2010), cuja aplicação é obrigatória para as sociedades emittentes de ações no mercado regulamentado português, estipula na recomendação II.5.2 que “*os membros da comissão de remuneração ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros dos órgãos de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração*”.

supervisionar a evolução dos negócios, garantir o cumprimento da estratégia, avaliar os riscos, avaliar o desempenho dos administradores executivos, fixar a sua remuneração e assegurar a veracidade da informação divulgada são, de uma forma geral, as principais responsabilidades dos órgãos de fiscalização, que marginalmente podem variar de acordo como o sistemas de governo adotado pela sociedade e a legislação em vigor.

A integração dos administradores não-executivos no conselho de administração de uma sociedade pode obedecer a várias estruturas possíveis (de acordo com a legislação do país em que a sociedade se insere) mas tipicamente segue um de três modelos, designados na literatura como modelo continental, modelo anglo-saxónico e modelo latino (Alves e Vicente (2012)). No modelo continental existem dois órgãos que separam entre si as funções executiva e fiscalizadora: o conselho de administração executivo e o conselho geral e de supervisão, respetivamente, sendo por essa razão designado também como modelo dualista. Por contraposição, o modelo anglo-saxónico é um modelo monista, pois encerra estas duas funções num só órgão, o conselho de administração. O modelo latino é também um modelo monista que combina um conselho de administração e um conselho fiscal¹¹. Em Portugal, o artigo 278º do CSC prevê que as sociedades possam optar por organizar a administração e fiscalização segundo um destes três modelos¹². O modelo latino tem sido o sistema prevalecente em Portugal (Alves e Vicente (2012)) e, segundo o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas 2011 da CMVM, nesse ano 73% das sociedades emitentes portuguesas estavam estruturadas segundo o modelo de governo latino, sendo o modelo anglo-saxónico o segundo mais adotado, um cenário que

¹¹ Ainda que o modelo latino e o modelo continental possam parecer semelhantes pela existência de um órgão fiscalizador independente, o âmbito de influência e de competência do conselho geral e de supervisão é mais amplo do que o do conselho fiscal. Este não tem qualquer influência na tomada de decisão ao nível estratégico do negócio da sociedade nem está presente nas reuniões do conselho de administração (Alves e Vicente (2012)). Trata-se de uma comissão de auditoria autónoma, órgão que nos outros modelos está inserido ou no conselho de administração se se tratar do modelo anglo-saxónico (e composta exclusivamente por administradores não-executivos) ou no conselho geral e de supervisão, no caso do modelo continental. Tal autonomia promove, por um lado, a independência do conselho fiscal face ao conselho de administração mas, por outro lado, uma assimetria de informação entre os dois órgãos.

¹² No caso dos modelos anglo-saxónico, continental e algumas situações previstas pela lei no modelo latino, é ainda obrigatório um Revisor Oficial de Contas. O disposto à data no artigo 278º resulta das alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, sendo que até aqui a lei permitia adotar ou o modelo latino ou o modelo continental. Contudo, segundo Alves e Vicente (2012), até 2006 o modelo continental nunca fora adotado por nenhuma sociedade.

quando ponderado pela capitalização bolsista deixa os dois modelos em igual nível de adoção.

Os administradores não-executivos teoricamente terão capacidade para supervisionar a atividade da gestão pois trabalham diretamente e numa relação de pares com os administradores executivos. Por isso, o controlo e a supervisão da gestão está em primeira instância nas suas mãos, com uma proximidade e visão que nenhum acionista ou entidade de regulação e supervisão conseguirá ter.

Após os escândalos da Enron, da WorldCom e de outras companhias, em 2001 e nos anos seguintes, que demonstraram que as práticas de governo dos conselhos de administração destas empresas estavam longe de serem as adequadas, uma das soluções preconizadas foi a de promover órgãos de fiscalização mais independentes (Bebchuk e Weisbach (2009), Gordon (2007), Tricker (2012)). Na maioria dos países, o conceito de independência está clarificado em códigos de boas práticas de governo das sociedades (Tricker (2012)) e em alguns casos, como é o português, na lei. Um administrador é, em geral, considerado independente se não mantiver qualquer tipo de relação com a empresa, além da sua função de administrador, que possa influenciar a objetividade e a liberdade das suas análises e decisões¹³. Em Portugal, o n.º 5 do artigo 414º do CSC estabelece que é considerada independente *“a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão”* mas em 2003, a CMVM, nas suas Recomendações sobre Governo das Sociedades Cotadas (Regulamento da CMVM n.º 11/2003), veio clarificar o conceito de administrador independente e uniformizar a aplicação deste conceito junto de todas as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação no mercado regulamentado português. É comum existirem recomendações ou

¹³ Já ter exercido funções executivas na mesma empresa, ser familiar do presidente do conselho de administração ou da comissão executiva, ser ou atuar por nomeação de um grande acionista, estar associado a um importantes fornecedor, distribuidor ou cliente ou representar um parceiro financeiro relevante são exemplos paradigmáticos de condições que obrigam a classificar um administrador não-executivo como não independente.

a imposição legal de um rácio mínimo entre administradores independentes e não-independentes¹⁴.

Um comportamento efetivamente independente obriga a mais do que o cumprimento deste critério formal, da mesma forma que nem todos os administradores não-executivos têm de ser independentes segundo a lei para que possam exercer corretamente as suas funções de supervisão. O administrador deve ser objetivo nas suas análises, tomar decisões e atuar de forma independente nas deliberações do conselho de administração (Silva *et al.* (2006)). A independência dos órgãos de fiscalização foi objeto de vários estudos que procuraram evidência empírica sobre os seus efeitos no desempenho da sociedade. Apesar de estudos iniciais não terem demonstrado tal relação (Bhagat e Black (1999, 2002)) outros evidenciaram a existência de uma relação positiva entre independência e melhores decisões em relação a diferentes temas da sociedade como mudança de CEO (Weisbach (1998)) e remuneração executiva (e.g., Core *et al.* (1999)).

Os administradores não-executivos devem ter os conhecimentos e as competências adequadas à sua função de supervisão para que possam fiscalizar a atividade da sociedade em matérias financeiras, desafiar a gestão e dar o seu contributo em matérias de negócio (Silva *et al.* (2006)). Mas a falta de competências e de conhecimento da empresa e do negócio e a dedicação de pouco tempo e esforço para compreender o negócio e desafiar a ação dos executivos é também uma crítica recorrente feita aos administradores não-executivos (Alves (2005))¹⁵.

¹⁴ Por exemplo, em Portugal, o n.º 6 do artigo 415º do CSC estipula que o conselho fiscal de sociedades emittentes de ações em mercado regulamentado seja composto por uma maioria de administradores independentes.

¹⁵ Um *survey* da consultora McKinsey & Company realizado em 2008 e repetido em 2011, concluiu que em 2011 os administradores dedicavam aproximadamente o mesmo tempo que em 2008 ao desenvolvimento da estratégia e gestão do talento da sociedade, quando em 2008 (já depois do início da crise financeira 2007 no E.U.A e na Europa) já haviam assumido a necessidade e vontade de dedicar mais tempo a estas duas tarefas. Além disso, em 2011, 44% dos administradores assumiam ter uma atitude passiva na definição da estratégia, limitando-se a rever e aprovar a proposta dos administradores executivos. Apenas 21% afirmava compreender completamente a estratégia atual da empresa, 14% disse compreender completamente os riscos que a empresa enfrenta e 10% compreende totalmente a dinâmica da indústria. Este inquérito foi respondido por 1.597 administradores, distribuídos geograficamente da seguinte forma: Região Ásia-Pacífico – 11%, Mercados em Desenvolvimento - 12%, Europa - 36%, Índia - 5%, América Latina - 5% e América do Norte - 31%.

2.4 Mercado de Controlo de Empresas

O mercado é apontado, por alguma literatura, como um mecanismo disciplinador e punitivo da má gestão. O princípio subjacente é o de que se uma empresa é mal gerida e o mercado é eficiente, a empresa está sob a ameaça de uma OPA. Como o preço das ações reflete o desempenho esperado da empresa, esta pode ser adquirida por outra que considere ser capaz de a melhorar. Assim, o mercado deveria assegurar que os recursos se movimentam para onde geram mais valor. A potencial perda que o gestor sofre se a empresa que gere for alvo de uma OPA, incentivá-lo-á a alinhar a sua gestão com os interesses dos acionistas, reduzindo os custos de agência (Grossman e Hart (1980), Scharfstein (1988)). O potencial de ganhos (pela redução ou eliminação dos custos de agência) resultado de controlar a empresa adquirida, faz com que levar a cabo um *takeover* seja benéfico quando se prevê que os custos de agência da empresa-alvo são elevados (Bhagat *et al.* (2007)).

Nos E.U.A, as décadas de 70 e 80 ficaram marcadas por uma vaga de *takeovers*. Holmstrom e Kaplan (2001) concluíram que estes *takeovers* tiveram um efeito disciplinador da gestão e promoveram a criação de valor para os acionistas.

Inúmeros estudos teóricos e empíricos têm procurado compreender se o mercado de controlo opera de forma eficiente. Se a motivação da OPA está na capacidade que a empresa que adquire terá para melhorar o desempenho da empresa-alvo alterando a estratégia ou a própria gestão em exercício, é de esperar que as empresas com piores decisões e com pior desempenho estejam mais suscetíveis a uma OPA. Contudo, enquanto os estudos demonstram de forma consistente que as empresas alvo de OPA têm uma dimensão mais reduzida do que as outras empresas, apenas alguns estudos suportam que as OPA tendem a ser direcionadas para empresas com baixo desempenho (Morck *et al.* (1998)). Outros estudos não encontram diferenças significativas entre o desempenho das empresas alvo e não alvo antes da realização de *takeovers*, ou entre alvos de OPA hostis ou amigáveis (Franks e Mayer (1996), Martin e McConnell (1991)). Assim, os resultados sugerem que o processo de seleção no mercado de controlo atende mais ao tamanho do que ao desempenho das empresas (Franks e Mayer (1996), Burkart e Panunzi (2006)). Adicionalmente, as fricções no mercado contribuem para que poucas OPA resultem num incremento do valor das empresas - a existência de ameaça de aquisição

pode também exacerbar os conflitos de agência entre gestores e acionistas, em vez de os mitigar (Burkart e Panunzi (2006)).

Jensen (2004) destaca outra importante limitação deste mecanismo que é o facto de que o mercado de controlo não permite corrigir a sobrevalorização das ações de uma empresa: *“It is difficult, to say at least, to buy up an overvalued company, eliminate its overvaluation and make a profit”* (Jensen (2004, p. 7)). Assim, o mercado de controlo não é um mecanismo eficaz na eliminação dos custos de agência provocados por comportamentos da gestão que empolam infundadamente o desempenho da empresa no mercado de ações.

Assim, o fraco suporte da evidência empírica e os obstáculos que a teoria encontrou ao funcionamento eficiente do mercado de controlo geraram dúvidas sobre a eficácia deste mecanismo enquanto fator disciplinador da gestão.

2.5 Divulgação de Informação e Auditoria

A divulgação de informação económica e financeira sobre a empresa é um mecanismo fundamental para uma relação transparente e de confiança entre a empresa e os seus acionistas, o mercado e os restantes *stakeholders*. Tal transparência pressupõe que a informação divulgada é exaustiva, verdadeira, produzida com base na observância de métodos contabilísticos corretos e divulgada em tempo útil. Essa informação é divulgada em relatórios e contas da sociedade, que devem seguir as normas legislativas e regulamentares aplicáveis à sociedade¹⁶. Aos auditores externos compete aferir a veracidade e a exaustividade da informação e o cumprimento das normas aplicáveis, exercendo um trabalho técnico rigoroso e de excelência, de forma totalmente independente, no interesse de todos os acionistas sem ceder a qualquer interesse individual (Silva *et al.* (2006)).

O princípio da transparência tem sido em muitos casos violado, através de práticas contabilísticas duvidosas ou de gestão de resultados¹⁷ ou até através de divulgação de

¹⁶ No caso português, os artigos 65º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais estabelecem o dever dos membros da administração de submeter um relatório de gestão, contas do exercício anual e outras informações, estipulando o conteúdo e restantes aspetos necessários destes documentos.

¹⁷ Gestão de resultados é a tradução do termo anglo-saxónico *“earnings management”*. Tendo em conta que parte da remuneração variável dos gestores depende diretamente dos resultados e das cotações da sociedade,

informação falsa (Alves (2005)), com o objetivo de esconder informação relevante ou manipular os resultados da sociedade que são dados a conhecer aos investidores, reguladores, analistas e ao público em geral. Como ficou patente nos casos Enron e semelhantes, a auditoria é muitas vezes incapaz de apurar a verdade, chegando até a ser complacente com os gestores nestes esquemas. Estes escândalos financeiros que marcaram o início do século XXI nos E.U.A e na Europa deixaram o mercado perplexo não só com a dimensão do fenómeno mas também pelo tipo de agentes envolvidos (administradores, auditores, bancos, analistas). A resposta tanto nos E.U.A como na Europa foi, como já vimos, a introdução de mais legislação, com medidas concretas para aumentar a independência de administradores e auditores e melhorar a qualidade das auditorias externas e da informação divulgada. Nos E.U.A, por exemplo, a comissão de auditoria das sociedades cotadas passou a ter de ser constituída exclusivamente por administradores independentes, dos quais pelo menos um deve ter conhecimentos em contabilidade ou finanças. Adicionalmente, as sociedades de auditoria foram proibidas de prestar aos seus clientes de auditoria qualquer serviço de natureza não auditora. E foi ainda criada uma instituição para supervisionar as sociedades de auditoria (Tricker (2012)).

2.6 Códigos de Bom Governo

Começámos por referir que em quase todas as economias existe atualmente pelo menos um código de bom governo das sociedades, isto é, um conjunto de recomendações sobre boas práticas de governo dirigidas às sociedades cotadas. O principal objetivo de um código de bom governo é fortalecer a proteção dos investidores, em particular dos investidores habitualmente mais vulneráveis como os acionistas minoritários, contra o poder da gestão e dos acionistas majoritários, podendo ser um complemento da lei a este respeito (Alves e Mendes (2004), Alves (2005)).

O *corporate governance* assenta no princípio de que não existe um modelo único de governo (“*one size doesn’t fit all*”), mas que, pelo contrário, o modelo mais eficaz para

esquemas de remuneração deste tipo e a ambição de conservar a reputação pessoal e profissional, podem contribuir como incentivo à passagem de informação não verdadeira ao mercado.

cada sociedade depende das suas características ou do seu contexto (como a sua dimensão, liquidez, ou contexto económico, legal e institucional, por exemplo), devendo cada uma poder escolher as práticas que considera mais adequadas, dentro dos limites legais (Silva *et al.* (2006))¹⁸. Os códigos de bom governo têm a função de, dentro desses limites, recomendar às sociedades as melhores práticas e modelos, dando-lhes a liberdade de aplicarem ou não tais recomendações sob o princípio de “*comply or explain*” (“cumpra ou explique”), isto é, divulgando que recomendações aplicam e quais não aplicam e, no caso das que não aplicam apresentar os motivos do não cumprimento¹⁹. Ao mercado cabe o julgamento das opções e justificações feitas pela sociedade (Alves e Mendes (2009)).

A generalização dos códigos de bom governo intensificou-se na década de noventa, com o pioneiro Relatório de *Cadbury* no Reino Unido em 1992, que se tornou referência para os que se seguiram noutros países. No final da década de oitenta assistiu-se a um inesperado colapso de grandes empresas um pouco por todo o mundo e vieram a público práticas de governo impróprias nessas e noutras sociedades, como a ocultação e gestão de resultados, situações de falta de independência dos administradores externos e dos auditores e subornos a agentes das autoridades reguladoras (Tricker (2012)). Cresceu a desilusão com o mercado de controlo, a perceção de um poder e domínio exagerados dos CEO (que em muitos casos ocupavam também o cargo de *chairman*), a descrença nos conselhos de administração e nos auditores e na informação divulgada. Assim surgiu a necessidade de introduzir alterações no *corporate governance* para retomar a confiança dos investidores na informação financeira divulgada bem como nos auditores e nos órgãos de administração das sociedades. Foi com esse objetivo que foi criada a Comissão para os Aspetos Financeiros do *Corporate Governance*, no Reino Unido em 1991, que culminou com o Relatório de *Cadbury*, que incluía um conjunto de recomendações às sociedades sobre a estrutura dos órgãos de administração, a separação dos cargos de CEO e *chairman*, vários aspetos relacionados com os administradores não-executivos e o papel da auditoria externa na fiabilidade da informação. A criação desta Comissão de

¹⁸ Alves e Barbot (2007) dão sustentação empírica à ideia de quem em matéria de Corporate Governance “one size doesn’t fit all”, evidenciando que as empresas de transporte aéreo do tipo *low cost* adotam modelos de governo distintos dos das companhias aéreas tradicionais e sustentam que há razões que justificam este comportamento.

¹⁹ Mas nem em todas as economias a abordagem “*comply or explain*” é utilizada. Nos E.U.A, o governo das sociedades é tipicamente um tema sob legislação e de cumprimento obrigatório (Tricker (2012)).

especialistas foi promovida por um conjunto de entidades ligadas ao mercado de capitais, como a London Stock Exchange (Silva *et al.* (2006)). Semelhante foi o caso de países como França (Relatório de Viénot, em 1995), Alemanha (Código Cromme, em 2002), Espanha (Código Olivencia, em 1998), Holanda (Código Peters, em 1997) e Itália (Código Preda, em 1999), cujos códigos de bom governo foram elaborados no seio de um grupo de especialistas, promovida pelo Estado ou por entidades ligadas ao mercado de capitais. Alternativamente, noutros países como Portugal, Grécia ou Bélgica, a elaboração e codificação de recomendações foi uma iniciativa assumida pelas entidades nacionais supervisoras do mercado de valores mobiliários, como a CMVM no caso português. Além dos códigos de origem e aplicação nacional, também organizações internacionais elaboraram códigos de bom governo, como a OCDE, que em 1999 emitiu e em 2004 reviu os seus Princípios de *Corporate Governance* (Alves e Mendes (2004)). Estes Princípios foram também uma referência para os códigos de bom governo da maioria dos países europeus e de outras geografias bem como para outras entidades internacionais, como o Banco Mundial (Silva *et al.* (2006)). No início do século XXI, a maior parte das economias com mercados de capitais tinham um código de boas práticas de governo e estavam sensibilizadas para a importância do bom governo das sociedades.

2.6.1 Códigos de Bom Governo em Portugal

Ainda no ano em que a OCDE publicou a primeira versão dos Princípios de *Corporate Governance*, a CMVM emitiu o primeiro código de bom governo em Portugal, o Código de Governo das Sociedades Cotadas da CMVM. Desde então, tem realizado revisões bienais das recomendações, no sentido de acompanhar e acomodar as recomendações da União Europeia, bem como a evolução de outras referências internacionais como a revisão dos Princípios de *Corporate Governance* da OCDE e, de uma forma geral, o debate e o conhecimento sobre as boas práticas de governo das sociedades (CMVM (1999, 2001, 2003, 2005a, 2005b, 2007, 2010)). A revisão realizada em 2001 introduziu a obrigatoriedade para as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado de divulgar anualmente um Relatório de Governo das Sociedades. Esse relatório divide-se em duas partes: numa primeira parte a sociedade elabora uma declaração de cumprimento das Recomendações segundo a abordagem

“*comply or explain*” (indicando que recomendações adotou e quais não adotou, explicando os motivos da não adoção) e numa segunda parte divulga informação sobre as suas políticas e práticas de governo, divididas em três temáticas: Assembleia-geral, Órgãos de Administração e Fiscalização e, finalmente, Informação e Auditoria (CMVM (2010)). No seu Regulamento n.º 7/2001, a Comissão para o Mercado de Valores Mobiliários português salienta: “*Frise-se não se tratar de impor a obediência às prescrições substanciais ligadas ao governo das sociedades, estando antes em causa obrigar à divulgação de informação sobre diversos aspectos ligados ao governo societário, para que o mercado possa ajuizar da bondade das opções tomadas*” (CMVM (2001, p. 1))²⁰.

Também importante para o desenvolvimento do bom governo em Portugal foi o Livro Branco sobre Corporate Governance (Silva *et al.* (2006)), publicado pelo Instituto Português de Corporate Governance, em 2006. Com os objetivos de sensibilizar os agentes económicos para o tema e contribuir para a melhoria do governo das sociedades cotadas portuguesas, Silva *et al.* (2006) fazem um retrato e análise da evolução recente do governo das maiores sociedades cotadas portuguesas e elaboram um código de bom governo. O Livro Branco foi um marco relevante para a revisão do Código das Sociedades Comerciais português (Alves e Mendes (2009)), introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de Março, que alterou de duas para três as modalidades possíveis para estruturar os órgãos de administração e fiscalização de uma sociedade (artigo 278º do CSC)²¹, passando a contemplar os modelos de governo que se consideram ser os “*mais altos padrões*” (Alves (2007, p. 175)). Dar às sociedades a liberdade de escolher entre as

²⁰ Introduzido no Código dos Valores Mobiliários (CVM) pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, e alterado pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, o artigo 245º-A do CVM dispõe que todas as sociedades emitentes “*de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal*” devem divulgar um relatório sobre as suas estruturas e práticas de governo, em capítulo próprio ou em anexo ao relatório anual de gestão. Mas, como vimos, desde o final da década de noventa, as empresas cotadas em Portugal divulgam informação sobre o governo da sociedade na forma de relatórios anuais, aditamentos ou retificações a estes e ainda em comunicados de divulgação de informação específica (por exemplo, transações de ações ou opções de aquisição de ações realizadas por membros dos órgãos de administração e fiscalização, como obriga o artigo 248º-B do Código dos Valores Mobiliários) (Alves e Mendes (2009)).

²¹ Antes desta revisão, as sociedades podiam estruturar a sua administração e fiscalização segundo o modelo latino (conselho de administração e conselho fiscal) ou o modelo continental (conselho de supervisão, conselho executivo e Revisor Oficial de Contas). A revisão do CSC acrescentou a modalidade do modelo anglo-saxónico (conselho de administração, incluindo uma comissão de auditoria, e Revisor Oficial de Contas) e alterou os modelos latino e continental no sentido de um reforço dos órgãos de fiscalização.

três modalidades de governo a que melhor se adequa à sua situação e natureza foi uma opção do legislador por considerar que não existe à partida uma única boa modalidade (“*one size doesn’t fit all*”). O espaço que o CSC deixou deve ser preenchido pelos códigos de bom governo, que devem clarificar a que tipo de sociedade se adequa mais cada modelo de governo. A responsabilidade de acolher a recomendação ou não fica do lado da sociedade que, numa ótica de “*comply or explain*”, deve justificar as suas escolhas nos casos em que não adote as recomendações (Alves (2007)).

Num estudo sobre o grau de acolhimento deste Código, Alves e Mendes (2009) evidenciam que, desde 1999, as sociedades cotadas portuguesas aumentaram progressivamente o seu nível de cumprimento das recomendações da CMVM, demonstrando que o Código tem contribuído para a melhoria dos sistemas de governo das sociedades cotadas portuguesas que cada vez mais adotam aquelas que são consideradas as melhores práticas de governo. Os autores dão conta ainda de que o padrão de adoção das recomendações varia de acordo com a dimensão e a liquidez da sociedade, o que revela que a filosofia do “*one size fits all*” não tem concretização prática em Portugal e que a abordagem “*comply or explain*” que as sociedades devem adotar no seu Relatório de Governo da Sociedade é adequada. A confirmar essa tendência, o mais recente Relatório anual sobre Governo das Sociedades da CMVM, relativo a 2011, refere que o grau médio de acolhimento das recomendações subiu de 2010 para 2011, situando-se nesse ano nos 89% (CMVM (2012, p. 9)).

Alves e Mendes (2004) analisaram a relação entre o cumprimento das recomendações de bom governo da CMVM pelas sociedades cotadas no mercado regulamentado português e o seu desempenho no mercado e concluíram que, de modo geral, não existe uma relação entre o cumprimento do Código de Governo das Sociedades Cotadas da CMVM e o desempenho mas que existe uma relação positiva entre o cumprimento das recomendações relacionadas com a estrutura e o funcionamento do conselho de administração e os seus retornos anormais.

2.6.2 O Impacto da Informação de Governo

No início do século XXI, os escândalos financeiros e contabilísticos de grandes companhias norte-americanas e europeias tornaram evidente que, apesar de todos os desenvolvimentos no fortalecimento dos mecanismos de governo que nas décadas anteriores se havia conquistado, os mecanismos de *corporate governance* não estavam a ser totalmente eficazes. A confiança dos investidores na informação financeira divulgada pelas sociedades voltou a ser abalada, assim como na competência e na independência dos administradores não-executivos e dos auditores externos e no alinhamento dos executivos com os interesses de longo prazo da sociedade (Tricker (2012)). O reforço do governo das sociedades surgiu como a solução para evitar novos desastres. Com esse objetivo, ao longo da primeira década do século XXI, foram muitos os países (com os E.U.A na primeira linha) que recorreram a mais legislação e mais regulação sobre as sociedades cotadas (Bhagat *et al.* (2007)). Na Europa, as diretivas e recomendações da União Europeia foram marcando o passo da evolução do enquadramento regulatório e recomendatório na maior parte dos Estados-membros, inclusivamente em Portugal.

Tanto os escândalos do início da década de noventa como os dos primeiros anos do século XXI revelaram um imperativo de maior transparência por parte das sociedades. A transparência assegura-se, pelo menos em parte, com o conhecimento que se dá ao mercado das estruturas, práticas e políticas de governo da sociedade. É, por isso, essa a principal função da informação de governo que as sociedades são obrigadas a divulgar com uma exigência crescente: obter maior transparência para promover a confiança dos investidores. A própria CMVM refere essa necessidade na sua revisão do Código de Governo das Sociedades Cotadas em 2010: *“Acredita-se que a conjuntura recente veio tornar ainda mais evidente que a informação é fundamental para assegurar a transparência dos mercados, em particular a que respeita ao Governo das Sociedades, mas só será eficaz se for completa, estiver actualizada e for prestada de forma sistematizada.”* (CMVM (2010, p. 1)).

Este estudo tem o propósito de dar continuidade e aprofundar a investigação sobre o Governo das Sociedades em Portugal e, em particular, sobre o impacto e a eficácia do Código de bom governo utilizado pelas sociedades cotadas portuguesas, o Código de Governo das Sociedades Cotadas da CMVM. O objetivo deste estudo é analisar o impacto

da informação de governo que as sociedades cotadas divulgam, no seu retorno no mercado. Pretende-se apurar se os investidores no mercado regulamentado de ações português atribuem relevância à informação que as sociedades divulgam sobre o seu sistema de governo, no sentido de reagirem ou não, incorporando essa informação nos preços das ações das respectivas sociedades.

Como vimos, a divulgação de informação sobre as estruturas e práticas de governo é um mecanismo de transparência entre as sociedades e o mercado. E, como tal, conhecer o valor que os investidores no mercado acionista regulamentado português lhe atribuem contribui para, por um lado, compreender quão sensibilizados estão para a importância do bom governo e do cumprimento das recomendações por parte das sociedades e, por outro lado, para apoiar, quanto possível, futuras análises e melhorias à forma e ao conteúdo da informação divulgada. Todavia, não se conhecem estudos sobre o impacto da divulgação deste tipo de informação. O impacto da divulgação de informação contabilística tem sido amplamente estudado, mas o mesmo não se pode dizer quanto à informação de governo societário.

As circunstâncias em que as sociedades cotadas portuguesas divulgam o seu Relatório Anual de Governo da Sociedade não permitem levar a cabo esta análise da forma ideal. Uma vez que o Relatório Anual de Governo da Sociedade é, divulgado em simultâneo com o Relatório e Contas, sendo sua parte integrante, não é possível segregar e medir os efeitos individuais de cada um dos relatórios na valorização da sociedade no mercado. No entanto, as retificações e os aditamentos aos Relatórios de Governo das Sociedades são publicados de forma separada de qualquer outra informação (o contrário ocorrerá por mera casualidade), pelo que a existência de um eventual impacto no valor da empresa pode ser testado, com um risco significativamente reduzido de enviesamento do teste devido à ocorrência simultânea de outros eventos que afetem de forma específica a sociedade.

Por estas razões, a base de dados usada neste estudo proporciona condições de estudo do conteúdo informativo das alterações dos relatórios de governo e, concomitantemente, da relevância da informação deles constantes. Note-se que esta base de dados é, pelo menos a nível europeu, única na medida em que – embora a legislação comunitária imponha a divulgação de relatórios de governo – tanto quanto se julga saber, apenas as autoridades

portuguesa (CMVM) e espanhola (CNVM)²² fazem supervisão financeira da informação constante dos relatórios de governo e somente a CMVM determina a alteração dos relatórios de governo quando deteta que essa informação não cumpre os critérios qualitativos do artigo 7º do Código dos Valores Mobiliários²³. Trata-se, pois, de uma base de dados que, não obstante a sua dimensão relativamente reduzida, merece ser estudada por força da sua especificidade.

Em suma, este estudo procura responder à seguinte questão: *os investidores nas sociedades cotadas no mercado regulamentado português valorizam (no sentido de reagirem incorporando essa informação nos preços) ou não a informação que resulta de aditamentos ou retificações ao Relatório Anual de Governo da Sociedade, divulgados pelas sociedades cotadas?*

²² Nos EUA, as empresas também têm de divulgar informação relativa ao seu governo mas, tanto quanto se julga saber, essa informação não é divulgada através de um relatório autónomo, nem a SEC desempenha papel idêntico ao da CMVM.

²³ A alínea 1 do artigo 7º do Código dos Valores Mobiliários estabelece que “a informação respeitante a instrumentos financeiros, a formas organizadas de negociação, às atividades de intermediação financeira, à liquidação e à compensação de operações, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”.

Capítulo 3. Evidência Empírica

3.1 Metodologia de Estudo

Este estudo foi concretizado através da aplicação de uma metodologia conhecida como *metodologia de estudo de eventos* (MacKinlay (1997), Khotari e Warner (2006)). Esta metodologia consiste num conjunto de técnicas utilizadas com o intuito de medir o efeito de um determinado evento numa determinada variável. Quando aplicado ao estudo do impacto de um evento no valor de mercado do capital acionista de uma dada empresa ou de um conjunto de empresas, o método consiste basicamente em quantificar a variação “anormal” da cotação das ações em causa imediatamente (isto é, *dentro de um curto período de tempo*) após o evento. Neste trabalho focamo-nos nos efeitos sobre o preço das ações, deixando para estudos futuros a possibilidade de estudar o impacto do evento (publicação de retificações e os aditamentos aos relatórios de governo) em outras variáveis¹.

Com base em parâmetros estimados recorrendo a informação do “período de estimação”, necessariamente anterior ao evento em análise, são estimadas as rentabilidades *normais* (ou *esperadas*) dos títulos para o “período do evento”². A diferença entre a rentabilidade *esperada* e a rentabilidade observada é a rentabilidade *anormal* do título. Este é o conceito fundamental do estudo de evento, que testa a hipótese de a ocorrência do evento levar a uma alteração no valor da empresa, a qual se reflete em rentabilidades *anormais* no período do evento.

O método de estimação das rentabilidades normais é, por isso, de importância crucial para garantir a fiabilidade das conclusões de um estudo que utilize esta metodologia. Vários modelos podem ser usados, mas, entre estes, são quatro os mais referidos na literatura sobre estudos de eventos: (i) o modelo de mercado e (ii) o modelo da rentabilidade média

¹ Medir o efeito sobre a variância das rentabilidades, sobre o volume de ações transacionado, ou sobre o desempenho contabilístico da sociedade são algumas de outras possibilidades de aplicação da metodologia ao evento em estudo (Khotari e Warner (2006)).

² O período do evento é habitualmente composto não só pelo dia do evento (ou, melhor, pela parte do dia após a ocorrência do evento), mas inclui igualmente alguns dias posteriores. Alguns autores propõem ainda que se considere também neste período o dia anterior ou os dois dias anteriores ao dia do evento, de modo a cobrir a possibilidade de que o mercado antecipe o seu efeito.

constante, ambos qualificados como modelos estatísticos e (iii) o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e (iv) os modelos de base APT (*Arbitrage Pricing Theory*), ambos qualificados como modelos económicos (MacKinlay (1997)).

Neste estudo foi adotado o modelo de mercado. Este modelo explica a rentabilidade do título em função da rentabilidade do portefólio de mercado. Segundo MacKinlay (1997), embora representem uma sofisticação face ao modelo de mercado por introduzir variáveis no modelo (modelos multifatoriais), a utilização do CAPM ou da APT não fornece um incremento significativo na capacidade explicativa (para os retornos de curto prazo) face ao modelo de mercado³. Em relação ao modelo da rentabilidade média constante, o modelo de mercado tem potencialmente mais capacidade para detetar rentabilidades anormais devido à redução da variância da rentabilidade anormal do título possibilitada por se excluir da rentabilidade a componente associada à variância da rentabilidade do portefólio de mercado. Finalmente, este é um estudo em que se procede à estimação das rentabilidades diárias, em conformidade com a literatura que reporta evidência da grande fiabilidade do modelo de cálculo de retornos normais e anormais de curto prazo.

3.2 Base de Dados

Através do Sistema de Difusão de Informação (SDI), na parte dedicada ao governo das sociedades, a CMVM publica, desde o ano 2003, todas as ocorrências relacionadas com o tema, relativas às sociedades emittentes de ações cotadas no mercado regulamentado português. Daqui foram extraídos os dados deste estudo, isto é, a totalidade das 44 alterações e aditamentos aos relatórios de governo ocorridas, entre janeiro de 2003 e junho de 2012⁴. Estuda-se, por isso, a totalidade da população e não uma amostra. A

³ MacKinlay (1997) assegura que estudos anteriores (entre eles Brown e Weinstein (1985)) concluíram que a variável mais importante do APT é similar ao fator “mercado” (a única variável do modelo de mercado) e que as restantes variáveis apresentam um poder explicativo marginal reduzido. Em relação ao CAPM, o autor refere que foram descobertos desvios que provocaram dúvidas sobre a viabilidade deste modelo e que fizeram com que, nos anos mais recentes, tenha praticamente deixado de ser usado em estudos de evento.

⁴ Não foram considerados comunicados que exclusivamente tenham vindo expor de forma diferente informação previamente divulgada ou casos de republicação dos relatórios quando o primeiro tenha sido elaborado com base em recomendações da CMVM que ainda não haviam entrado em vigor (relatórios de 2010 sobre o exercício de 2009). Nesses casos, as sociedades republicaram o relatório de acordo com as recomendações em vigor. Considerou-se que os relatórios republicados não acrescentavam nova informação sobre o governo da sociedade uma vez que as Recomendações da CMVM sobre Governo das

Tabela A.1, no Apêndice 1, lista todos os eventos, aí se transcrevendo a descrição do evento tal como consta do sítio da internet da CMVM.

A Tabela 3.1 apresenta a distribuição dos eventos em termos cronológicos.

Tabela 3.1 Distribuição Temporal dos Eventos

Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nº de observações	2	5	1	0	3	14	5	7	3	4

As cotações diárias ajustadas dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades associadas aos eventos foram recolhidas na base de dados Dathis, da Euronext, para as sessões do período compreendido entre 1 de janeiro de 2002 e 30 de junho de 2012.

Cada um dos 44 eventos foi classificado de duas formas: segundo (i) o conteúdo da informação e (ii) o seu grau de novidade⁵. À semelhança dos capítulos do Esquema do Relatório de Governo da Sociedade estabelecido pelo Regulamento nº 1/2010 da CMVM, as categorias definidas para classificar os eventos segundo o conteúdo foram: (1) Assembleia-geral⁶, (2) Órgãos de Administração e Fiscalização⁷ e (3) Informação e

Sociedades Cotadas de 2010 acrescentam e não retiram qualquer exigência de divulgação de informação face às Recomendações de 2007, pelo que o mercado não terá ficado prejudicado na qualidade e quantidade de informação incluída no primeiro relatório.

⁵ A classificação da novidade da informação é feita tendo como ponto de comparação o relatório de governo da sociedade do exercício a que o aditamento ou alteração diz respeito.

⁶ “Assembleia-geral” contempla informação sobre a composição, remuneração e mandato da mesa da assembleia-geral, práticas e regras estatutárias da organização sobre o direito e exercício de voto em assembleia-geral, intervenção da assembleia-geral na política de remuneração dos dirigentes e existência de medidas defensivas em caso de OPA ou mudança de dirigentes.

⁷ Em linhas gerais, esta categoria diz respeito à composição e organização dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade em termos de membros e comissões, nomeadamente: conselho de administração (Identidade, qualificações profissionais, funções noutras sociedade e titularidade de ações da sociedade dos membros, poderes delegados pela assembleia-geral, política de rotação de pelouros, número de reuniões, percentagem de membros executivos e não executivos, independentes e não independentes); Conselho Geral e de Supervisão/Comissão para as matérias financeiras/Conselho fiscal (identidade, qualificações profissionais, funções noutras sociedade e titularidade de ações da sociedade dos membros, aplicação das regras de incompatibilidade e de independência, política de remuneração); e comissões especializadas. Neste âmbito está prevista a divulgada informação sobre a remuneração individual dos membros dos órgãos.

Auditoria⁸. Note-se que as categorias não são mutuamente exclusivas, pelo que um comunicado pode conter informação sobre mais do que uma categoria - como acontece em 24 casos (55%), dos quais 9 (20%) contêm informação sobre as três categorias. Assim, 18 eventos (41%) contêm informação relacionada com Assembleia-geral, 38 (86%) divulgam informação sobre os Órgãos de Administração e Fiscalização e 21 (48%) sobre Informação e Auditoria (Tabela A.2 do Apêndice 1).

Os eventos alocados à categoria Órgãos de Administração e Fiscalização foram ainda classificados por subcategorias (Tabela A.3 do Apêndice 1). Estas subcategorias correspondem às secções do Capítulo II do Esquema do Relatório de Governo da Sociedade: (i) Temas Gerais, (ii) Conselho de Administração, (iii) Comissão Executiva, (iv) Conselho Geral e de Supervisão, Comissão para as Matérias Financeiras e Conselho Fiscal, (v) Remuneração e (vi) Comissões Especializadas. Em relação às restantes categorias, não se considerou nem pertinente nem relevante a sua partição, uma vez que se apresentam homogéneas em termos da natureza da informação.

Simultaneamente, os eventos foram classificados segundo a novidade do conteúdo, podendo conter (i) informação nova, (ii) esclarecimentos, (iii) alterações na declaração de cumprimento das recomendações ou (iv) uma combinação destes tipos. Verificou-se que 30 publicações (68%) contêm informação nova, 27 (61%) contêm esclarecimentos e 17 (39%) alteraram a declaração de adoção e não adoção das recomendações. Finalmente, 23 eventos (52%) são classificados com apenas um dos tipos de novidade da informação e 9 (20%) com os três (Tabela A.4 do Apêndice 1).

Mais de metade das sociedades (54%) que, entre janeiro de 2003 e junho de 2012, emitiram uma segunda versão do seu relatório de governo, fizeram-no pelo menos duas vezes neste período. Assim, os 44 eventos em que consiste a população em estudo são respeitantes a 28 sociedades distintas.

⁸ “Informação e Auditoria” remete para questões de estrutura de capital e identificação de participações qualificadas, acordos parassociais, direitos especiais de acionistas, descrição de negócios e operações realizados entre a sociedade e terceiros e que possam provocar conflitos de interesses, remuneração e política de rotação do auditor externo, entre outros temas.

3.3. Análise de Resultados

3.3.1 Rentabilidades Esperadas e Rentabilidades Anormais

A rentabilidade anormal dos títulos após o evento será, como referido, a variável sujeita aos testes de hipóteses deste estudo. Dado que a rentabilidade anormal de um título (i) num determinado período de tempo (t) é a diferença entre a rentabilidade observada e a rentabilidade esperada para o título nesse período, o primeiro passo consiste em calcular a rentabilidade esperada de cada título para cada momento do período do evento. Segundo o modelo de mercado (Equação 3.1), cuja aplicação neste estudo foi já justificada na descrição da metodologia adotada, a rentabilidade esperada do título i no momento temporal t (Re_{it}) é:

$$\begin{aligned} Re_{it} &= \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \\ E(\varepsilon_{it}) &= 0, \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 \end{aligned} \quad (3.1)$$

Pelo método dos mínimos quadrados, estimaram-se os parâmetros do modelo (a constante α e a ordenada na origem β) e os erros de estimação para cada título associado a cada evento.

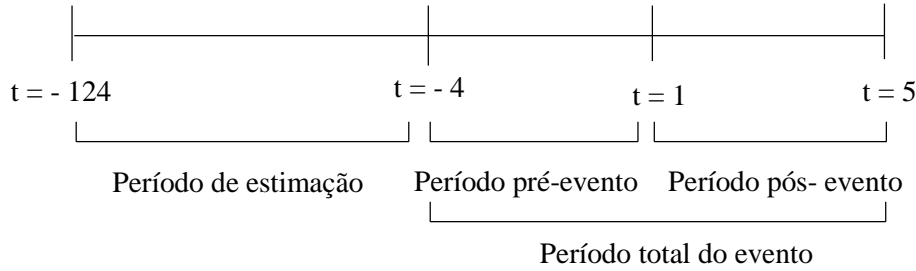
$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=-124}^5 (R_{it} - \hat{\mu}_i) \times (R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=-124}^5 (R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (3.2)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \quad (3.3)$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{120 - 2} \times \sum_{t=-124}^5 (Re_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{mt})^2 \quad (3.4)$$

Para o efeito, foi estabelecido um *período de estimação* de cento e vinte dias, com início no centésimo vigésimo quarto ($t=-124$) dia e fim no quinto dia ($t=-5$) anteriores ao dia do evento.

Figura 3.1 Cronologia do estudo



Para cada um dos dias do período do evento, calculámos as rentabilidades esperadas dos títulos. Foi estabelecido um *período total do evento* de nove dias, simétrico em relação ao *dia do evento* ($t=1$), com início no primeiro dia a seguir ao *período de estimação*, ou seja, $t=-4$. Este período foi dividido em duas janelas: a janela pré-evento e a janela pós-evento, como mostra a Figura 3.1.

Como *primeiro dia pós-evento* ($t=1$) foi considerado o próprio dia de calendário em que o evento ocorreu, nos casos em que a divulgação tenha sido realizada dentro do horário de funcionamento do mercado de valores mobiliários português⁹, ou o dia seguinte, quando o comunicado tenha sido feito após o fecho do mercado. Desta forma, o preço do dia $t=1$ já é suscetível de ter incorporado a reação do mercado à nova informação.

Calculadas as rentabilidades normais diárias dos títulos no período do evento e conhecidas as rentabilidades diárias efetivas, obtivemos as rentabilidades anormais (RA_{it}) diárias dos títulos (Equação 3.5).

$$RA_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt}) \quad (3.5)$$

Agregámos as rentabilidades anormais dos títulos de duas formas, o que permitiu obter dois tipos de variáveis (MacKinlay (1997)). A primeira variável é a rentabilidade anormal acumulada do título i (RAA_i) – a que na terminologia anglo-saxónica se dá a designação de *cumulative abnormal return* (CAR). O segundo tipo de variável resulta de uma agregação do tipo *cross-sectional* e consiste na média das rentabilidades anormais para cada dia.

⁹ Das 8 horas às 16 horas e 35 minutos.

3.4.1.1 Primeiro Tipo de Variável: Rentabilidade Anormal Acumulada

A primeira variável é, como se referiu, a rentabilidade anormal acumulada do título i (RAA_i) que resulta da agregação das rentabilidades anormais diárias ao longo do período do evento (ou de apenas alguns dias deste período) para cada título (Equação 3.6).

$$RAA_i[t_1, t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} RA_{it} \quad (3.6)$$

A variância dos RAA_i , por sua vez, seguindo uma vez mais MacKinlay (1997) calcula-se como se segue.

$$Var(RAA_i[t_1, t_2]) = \sigma_i^2[t_1, t_2] = (t_2 - t_1 + 1) \times \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (3.7)$$

Por outro lado, \overline{RAA} é a média das rentabilidades anormais acumuladas de todos os títulos,

$$\overline{RAA}[t_1, t_2] = \frac{1}{44} \sum_{i=1}^{44} RAA_i[t_1, t_2] \quad (3.8)$$

sendo a sua variância (ainda seguindo MacKinlay (1997)), a seguinte:

$$Var(\overline{RAA}[t_1, t_2]) = \frac{1}{44^2} \times \sum_{i=1}^{44} \sigma_i^2[t_1, t_2] \quad (3.9)$$

Os Gráficos 3.1 e 3.2 mostram a rentabilidade anormal acumulada de cada título da população em estudo (RAA_i).

Gráfico 3.1 Rentabilidade Anormal Acumulada no período [1,5]

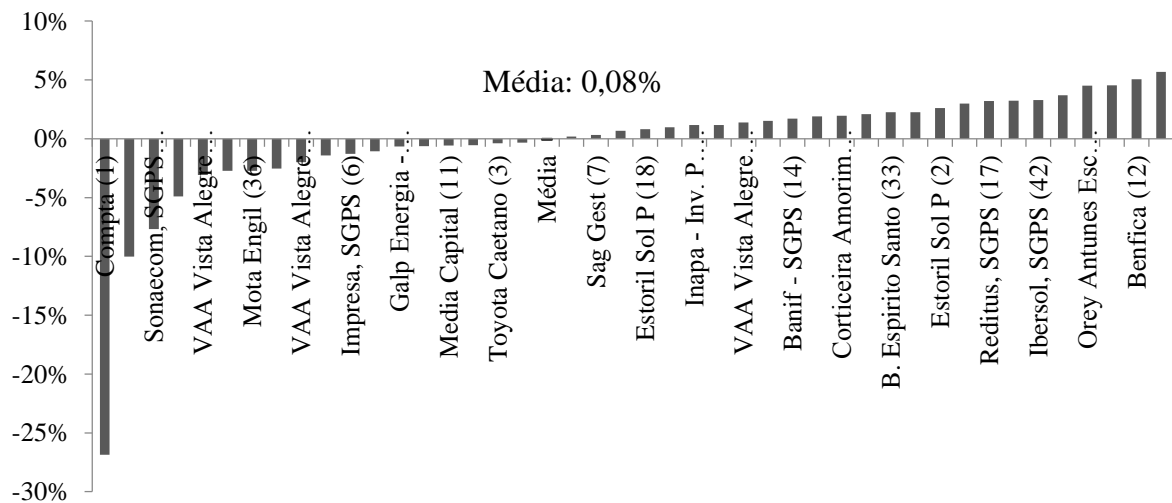
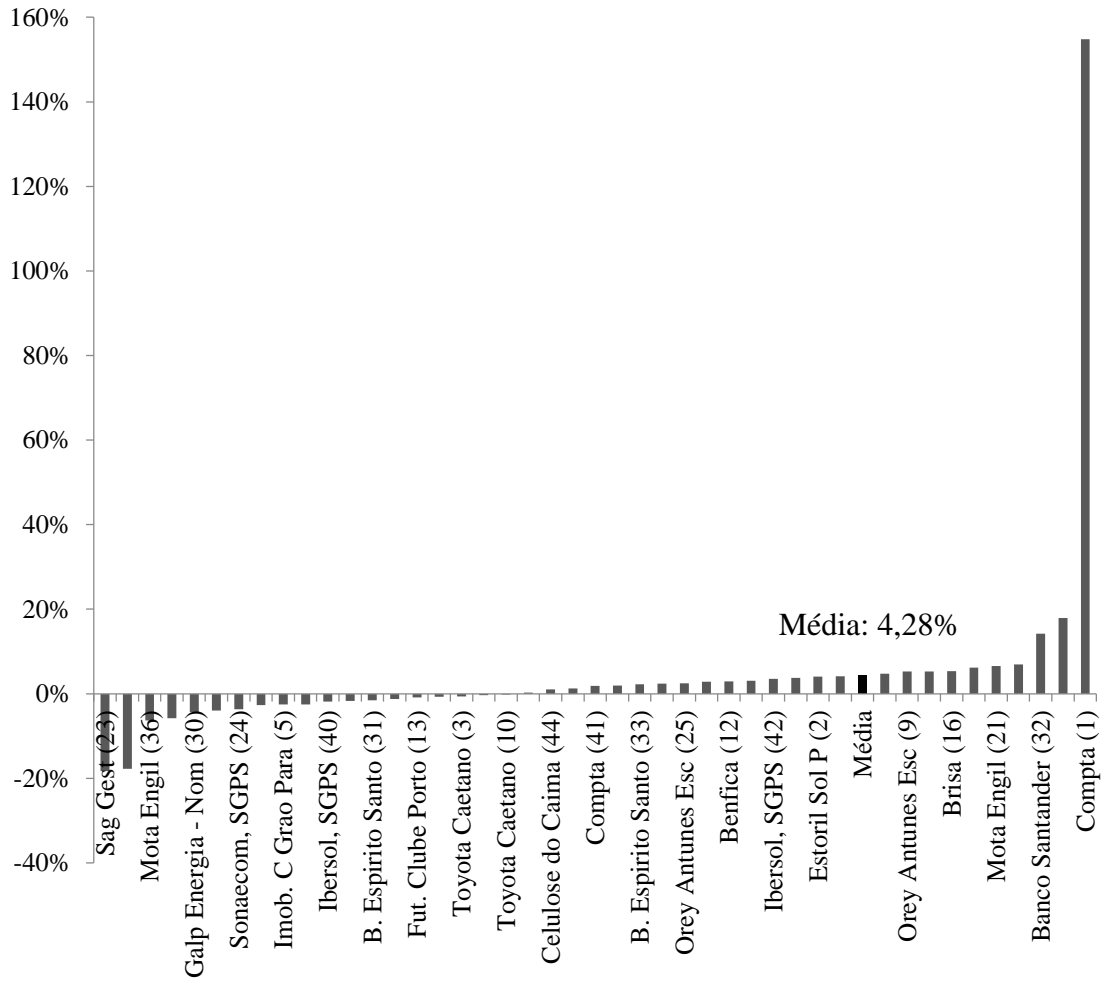


Gráfico 3.2 Rentabilidade Anormal Acumulada no período [-4,5]



3.4.1.2 Segundo Tipo de Variável: Rentabilidade Anormal Média Diária

O segundo tipo de variável resulta de uma agregação do tipo *cross-sectional* e consiste na média das rentabilidades anormais (RAM_t) de todos os títulos para cada dia do período total do evento (Equação 3.10).

$$RAM_t = \frac{1}{44} \times \sum_{i=1}^{44} RA_{it} \quad (3.10)$$

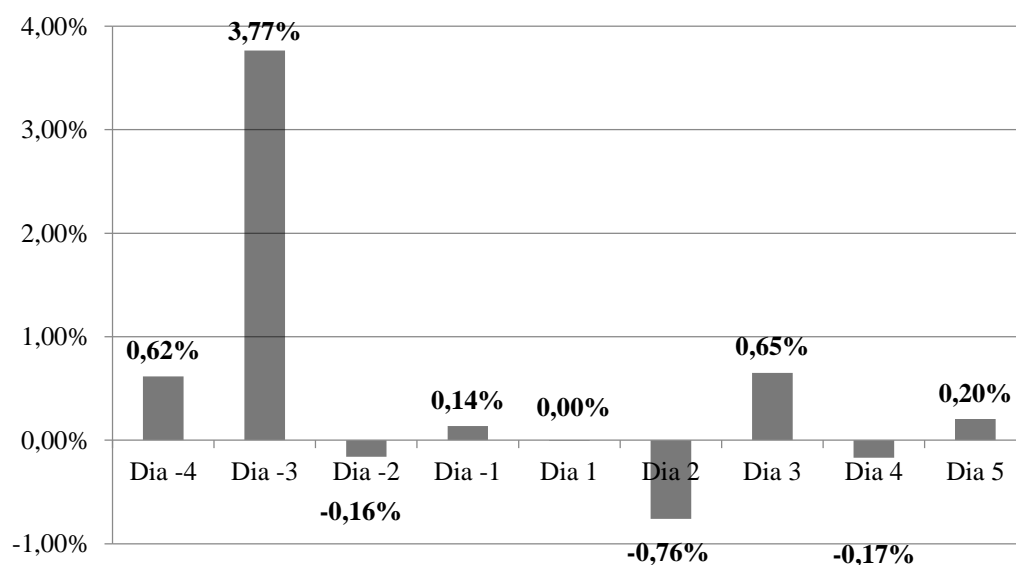
$$Var(RAM_t) = \frac{1}{44^2} \times \sum_{i=1}^{44} \sigma_{e_i}^2 \quad (3.11)$$

A soma das rentabilidades anormais médias diárias para a janela do evento é igual à média das rentabilidades anormais acumuladas de todos os títulos, isto é:

$$\overline{RAA} = \sum_{t=-4}^4 RAM_t \quad (3.12)$$

O Gráfico 3.3 exibe os valores das rentabilidades anormais médias diárias obtidas para todos os dias do período do evento. Verifica-se que o dia do evento (dia 1) é o que regista a menor rentabilidade anormal média, de -0,005%. Nos dias 2 e 3 registam-se rentabilidades de dimensão muito semelhante mas de sinal oposto, o que sugere a ocorrência de uma sobrereação no dia 2, compensada no dia 3. Em menor escala, o mesmo parece acontecer nos dias 4 e 5. O valor extremamente elevado do dia -3, deve-se apenas a um título, que verificou uma variação de cotação de 177%.

Gráfico 3.3 Rentabilidade Anormal Média Diárias

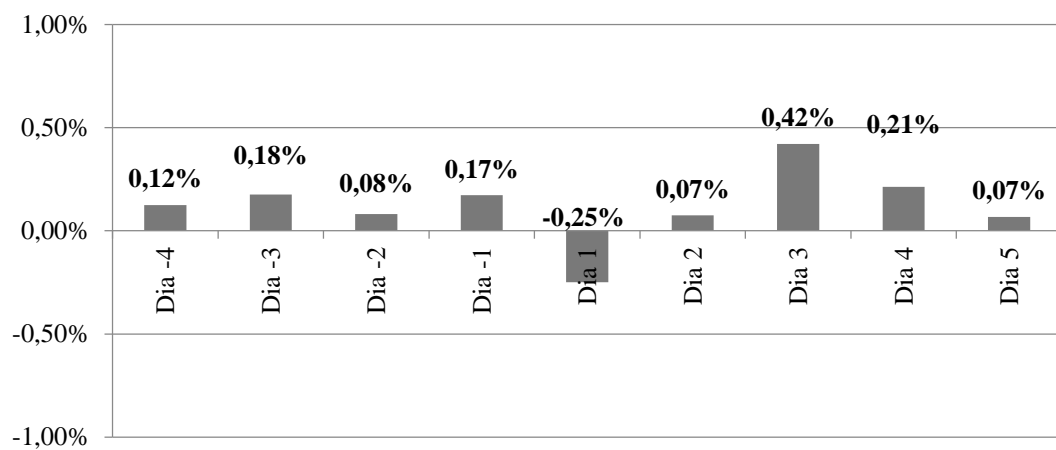


Sem prejuízo de adiante se analisarem detalhadamente os *outliers*, parece-nos pertinente observar desde já as rentabilidades anormais médias diárias sem a presença destas observações¹⁰. Os títulos 1 (Compta – Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.), 18 (Estoril-Sol SGPS S.A.), 23 (SAG GEST - Soluções Automóveis Globais, SGPS, S.A.),

¹⁰ Foram considerados *outliers* os valores superiores a $Q_3 + 3 \cdot AIQ$ e os valores inferiores a $Q_1 - 3 \cdot AIQ$, habitualmente designados como *outliers* extremos.

31 (Banco Espírito Santo, S.A.) e 35 (Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A) são *outliers* recorrentes neste período e já se haviam destacado como casos extremos na análise do primeiro tipo de variável, as Rentabilidades Anormais Acumuladas (Gráficos 3.1 e 3.2). À exceção do dia 1, os restantes dias registam significativas diferenças: todos são de valor absoluto mais baixo e de sinal positivo. A sobrereação que o Gráfico 3.3 sugeria não parece ser aplicável ao conjunto dos títulos da população, mas sobretudo aos títulos que foram excluídos desta segunda análise (ver Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 Rentabilidade Anormal Média Diárias (sem outliers)



3.3.2 Testes de Hipóteses

Para averiguar a existência de rentabilidade anormal dos títulos após os eventos, realizamos dois testes de hipóteses diferentes, divergentes na variável sujeita a teste.

O teste Tipo 1 é um teste bilateral cuja hipótese nula é a de que o valor esperado da rentabilidade anormal acumulada do título i no período $[t_1, t_2]$ é zero. Este teste foi realizado para duas janelas temporais: o período total do evento, $[t_1, t_2] = [-4, 5]$ e o período pós-evento, $[t_1, t_2] = [1, 5]$.

$$H_0: E(RAA_i | t_1, t_2) = 0$$

$$H_1: E(RAA_i | t_1, t_2) \neq 0$$

O valor esperado de RAA_i é \overline{RAA} (Equação 3.8). Sob a hipótese nula, \overline{RAA} segue uma distribuição normal $N(0, Var(\overline{RAA}))$, de média zero e variância igual a $Var(\overline{RAA})$. A estatística deste teste é:

$$ET = \frac{\overline{RAA}}{\sqrt{Var(\overline{RAA})}} \sim N(0,1) \quad (3.13)$$

O teste Tipo 2 é semelhante ao Tipo 1 mudando a variável sujeita ao teste. A hipótese nula é a de que o valor esperado da rentabilidade anormal média dos títulos em cada dia da janela do evento é igual a zero. O teste foi realizado para todos os dias do período pós-evento, isto é, $t=1, 2, 3, 4$ e 5 .

$$H_0: E(RA_{it}) = 0$$

$$H_1: E(RA_{it}) \neq 0$$

O valor esperado de RA_{it} é RAM_t (Equação 3.10). Sob a hipótese nula, RAM_t segue uma distribuição $N(0, Var(\overline{RAM}_t))$ de média zero e variância igual a $Var(\overline{RAM}_t)$. A estatística deste teste é:

$$ET = \frac{\overline{RAM}_t}{\sqrt{Var(\overline{RAM}_t)}} \sim N(0,1) \quad (3.14)$$

Ambos os testes foram realizados não só para a amostra total mas também para a amostra sem as observações *outliers*.

3.4.2.1 Resultados dos Testes de Hipóteses aplicados à População Total

A Tabela 3.2 mostra os resultados dos testes de hipóteses de Tipo 1 e de Tipo 2, respetivamente. O Painel A diz respeito a toda a amostra e o Painel B à amostra que não inclui os *outliers*.

Para a maioria dos testes, a hipótese nula não foi rejeitada. A exceção a este resultado foi o teste ao valor esperado da rentabilidade anormal acumulada no período $[-4,5]$, com um p -value de 0.03. Este resultado não é, contudo, inviabilizador da conclusão de que não há evidência de rentabilidades anormais provocadas pelo evento. Como mostra o Painel B da Tabela 3.2, se retirarmos os *outliers* que havíamos identificado, o p -value do teste aumenta para 0.691 e a conclusão sobre a rejeição da hipótese nula altera-se. Todos os restantes testes mantêm um p -value elevado, quando retirados os *outliers*.

Como análise de robustez destas conclusões, realizámos ainda o Teste Tipo 1 para dois períodos adicionais: $[1,2]$ e $[1,3]$ e os resultados foram consistentes com os anteriores (Tabela A.5 do Apêndice 1).

Tabela 3.2 Resultados dos Testes de Hipóteses Tipo 1 e Tipo 2

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	-0,001	0,000	-0,05	0,96	0,005	0,000	0,37	0,71
$RAA_i[-4,5]$	0,043	0,000	2,16	0,03	0,008	0,000	0,4	0,69
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,000	0,000	-0,01	0,99	-0,002	0,000	-0,36	0,72
RA_{i2}	-0,008	0,000	-1,15	0,25	0,001	0,000	0,11	0,91
RA_{i3}	0,007	0,000	0,98	0,33	0,004	0,000	0,65	0,52
RA_{i4}	-0,002	0,000	-0,26	0,8	0,002	0,000	0,31	0,75
RA_{i5}	0,002	0,000	0,31	0,76	0,001	0,000	0,10	0,92

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o p -value do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulada do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAM}_1, \overline{RAM}_2, \overline{RAM}_3, \overline{RAM}_4$ e \overline{RAM}_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

3.4.2.2 Resultados dos Testes de Hipóteses Aplicados a Grupos da População

A classificação da população por novidade e natureza do conteúdo permite-nos refinar o estudo e testar grupos da população com características comuns, de modo a perceber se

existem categorias de informação de governo relativamente mais relevantes para o mercado. Realizámos os testes de hipóteses tipo 1 e tipo 2 aos grupos formados como resultado da classificação dos eventos, descrita na secção 3.2. Ou seja, aos seguintes grupos: Assembleia-geral (Tabela 3.3), Órgãos de Administração e Fiscalização (Tabela 3.4), Informação e Auditoria (Tabela 3.5), Temas Gerais, Conselho de Administração, Comissão Executiva, Conselho Geral e de Supervisão, Remuneração e Comissões Especializadas (Tabelas A.6 a A.11 no Apêndice 1), Nova informação (Tabela 3.6), Esclarecimentos (Tabela 3.7) e alterações à declaração de adoção ou não adoção das recomendações (Tabela 3.8)¹¹.

Tabela 3.3 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Assembleia geral”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,005	0,000	0,26	0,80	0,005	0,000	0,26	0,80
$RAA_i[-4,5]$	0,011	0,001	0,41	0,69	0,011	0,001	0,41	0,69
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,008	0,000	-0,86	0,39	-0,004	0,000	-0,47	0,64
RA_{i2}	-0,002	0,000	-0,26	0,80	-0,002	0,000	-0,26	0,80
RA_{i3}	0,010	0,000	1,14	0,26	0,005	0,000	0,51	0,61
RA_{i4}	0,004	0,000	0,43	0,67	0,006	0,000	0,62	0,53
RA_{i5}	0,001	0,000	0,12	0,90	0,001	0,000	0,12	0,90

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente.

(ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

¹¹ Para alguns testes das Tabelas 3.2, 3.4, 3.6 e 3.7 os Painéis A e B são iguais. Tal deve-se à ausência de *outliers* na respetiva distribuição testada.

Tabela 3.4 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Órgãos de Administração e Fiscalização”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	-0,001	0,000	-0,07	0,94	0,009	0,000	0,54	0,59
$RAA_i[-4,5]$	0,048	0,000	2,16	0,03	0,007	0,000	0,33	0,74
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,003	0,000	-0,47	0,64	0,001	0,000	0,16	0,87
RA_{i2}	0,001	0,000	0,20	0,84	-0,008	0,000	-1,11	0,26
RA_{i3}	0,004	0,000	0,58	0,56	0,004	0,000	0,55	0,58
RA_{i4}	0,000	0,000	-0,04	0,97	0,001	0,000	0,13	0,90
RA_{i5}	0,001	0,000	0,12	0,91	0,001	0,000	0,12	0,91

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente.

(ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1,t=5]$ e $[t=-4,t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

A generalidade dos testes aos grupos formados com base na classificação do conteúdo da informação dos eventos não permite concluir pela existência de rentabilidades anormais. À semelhança dos resultados dos testes à população total, os *p-values* demonstram-se aqui elevados. A exceção é o teste ao valor esperado da rentabilidade anormal acumulada no período $[-4,5]$ ($RAA_i[-4,5]$) para os grupos “Órgãos de Administração e Fiscalização” e “Nova Informação” com *outliers* - com *p-values* iguais a 0.03 e 0.02, respetivamente (Teste de Hipótese Tipo 1, Painel A das Tabelas 3.4 e 3.6). No entanto, quando retirados os *outliers*, esta conclusão altera-se. Esta situação repete-se para os subgrupos Temas Gerais (Tabela A.6, Apêndice 1) e Remuneração (Tabela A.10, Apêndice 1): a hipótese de que o valor esperado de $RAA_i[-4,5]$ é zero é rejeitada, invertendo-se a conclusão se retirarmos às amostras as observações *outliers*. Nos restantes subgrupos, nenhum dos testes permite rejeitar a hipótese nula (Tabelas A.6 a A.11, Apêndice 1).

Tabela 3.5 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Informação e Auditoria”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,003	0,001	0,12	0,90	0,003	0,001	0,12	0,90
$RAA_i[-4,5]$	-0,008	0,001	-0,25	0,80	-0,008	0,001	-0,25	0,80
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,009	0,000	0,68	0,50	0,001	0,000	0,07	0,94
RA_{i2}	-0,006	0,000	-0,45	0,65	-0,002	0,000	-0,15	0,88
RA_{i3}	0,003	0,000	0,28	0,78	0,006	0,000	0,63	0,53
RA_{i4}	-0,001	0,000	-0,09	0,93	-0,002	0,000	-0,14	0,89
RA_{i5}	-0,002	0,000	-0,17	0,87	-0,002	0,000	-0,19	0,85

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela 3.6 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Nova Informação”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	-0,004	0,000	-0,21	0,83	0,005	0,000	0,24	0,81
$RAA_i[-4,5]$	0,062	0,001	2,26	0,02	0,011	0,001	0,39	0,69
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,002	0,000	0,20	0,84	-0,004	0,000	-0,45	0,65
RA_{i2}	-0,010	0,000	-1,12	0,26	-0,001	0,000	-0,09	0,93
RA_{i3}	0,002	0,000	0,18	0,86	0,002	0,000	0,27	0,79
RA_{i4}	0,003	0,000	0,34	0,73	0,000	0,000	0,01	1,00
RA_{i5}	-0,001	0,000	-0,07	0,95	-0,003	0,000	-0,29	0,77

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a

Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a e RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela 3.7 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Esclarecimentos”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,005	0,000	0,32	0,75	0,005	0,000	0,32	0,75
$RAA_i[-4,5]$	0,004	0,000	0,18	0,86	0,004	0,000	0,18	0,86
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,003	0,000	0,44	0,66	-0,001	0,000	-0,14	0,89
RA_{i2}	-0,003	0,000	-0,37	0,71	-0,002	0,000	-0,33	0,74
RA_{i3}	0,004	0,000	0,51	0,61	0,002	0,000	0,33	0,74
RA_{i4}	-0,003	0,000	-0,38	0,70	-0,002	0,000	-0,30	0,76
RA_{i5}	0,004	0,000	0,52	0,60	0,004	0,000	0,52	0,60

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a e RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela 3.8 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Grupo “Alteração à declaração de adoção das recomendações”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,012	0,001	0,40	0,69	0,012	0,001	0,40	0,69
$RAA_i[-4,5]$	0,005	0,002	0,12	0,91	0,005	0,002	0,12	0,91
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,007	0,000	0,52	0,60	-0,003	0,000	-0,22	0,82
RA_{i2}	0,001	0,000	0,06	0,95	0,001	0,000	0,06	0,95
RA_{i3}	-0,005	0,000	-0,39	0,70	0,003	0,000	0,23	0,82
RA_{i4}	0,012	0,000	0,85	0,39	0,009	0,000	0,65	0,52
RA_{i5}	-0,002	0,000	-0,14	0,89	-0,002	0,000	-0,14	0,89

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $RAM_1, RAM_2, RAM_3, RAM_4$ e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

3.4.2.3 Análise de *Outliers*

Os testes de hipóteses foram, como vimos, realizados para duas amostras: a amostra total (Painel A) e a mesma subtraída dos *outliers* superiores a $Q_3+3*AIQ^{12}$ e dos *outliers* inferiores a $Q_1-3*AIQ$, habitualmente denominados como *outliers* extremos¹³, em cada momento de tempo do período do evento (t) (Painel B). Do conjunto de *outliers* que foram identificados na distribuição dos retornos anormais em cada momento de tempo t do período do evento (o que definimos como variável tipo 2: rentabilidade anormal média diária), destacam-se como recorrentes alguns desses *outliers*. Essas observações são os eventos numerados como 1, 18, 23, 28, 35 e 41, dizendo respeito às seguintes sociedades: Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A., Estoril-Sol, SGPS, S.A., SAG Gest - Soluções Automóveis Globais, SGPS, S.A, Teixeira Duarte – Engenharia e

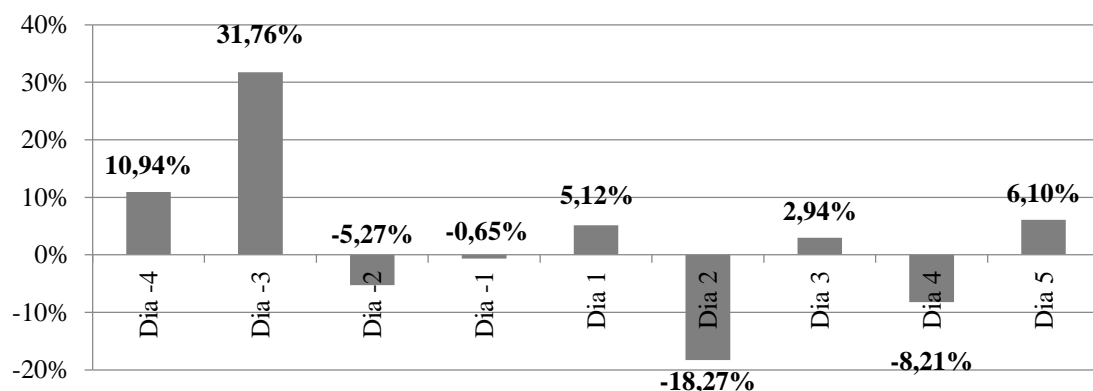
¹² Amplitude inter-quartil

¹³ Por oposição aos *outliers* moderados, que são as observações que se encontram dentro de um dos seguintes intervalos $[Q_3+1,5*AIQ; Q_3+3*AIQ]$ e $[Q_1-1,5*AIQ; Q_1-3*AIQ]$

Construções SA, Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A. e Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A., respetivamente.

O Gráfico 3.5 mostra a rentabilidade anormal média para uma amostra constituída pelos *outliers* em cada dia do período do evento.

Gráfico 3.5 Rentabilidade Anormal Média Diárias dos *Outliers* Extremos



Aqui se confirma que o efeito de sobrereação em $t=2$, compensado por $t=3$ e em $t=4$, compensado por $t=5$, que o Gráfico 3.3 sugeria e que já não se verificava no Gráfico 3.4 estava a ser causado pela presença de *outliers*.

No que diz respeito à análise temporal da rentabilidade anormal dos títulos (o que definimos como variável tipo 1, isto é, a rentabilidade anormal acumulada no período $[t_1, t_2]$) o número de *outliers* reduz-se, sendo que para a distribuição da rentabilidade acumulada nos período $[t_1, t_2]=[1, 3]$ e $[t_1, t_2]=[1, 5]$ o único *outlier* extremo é a observação 1 (Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.) e no período $[1, 2]$ são as observações 1, 23, 35 e 41.

Existe um único *outlier* comum a todos os testes em que a hipótese nula foi rejeitada: o título 1 (Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.). Esta observação é o maior *outlier* da amostra, com uma taxa de rentabilidade anormal acumulada de 155% (causada por uma taxa de retorno anormal de 178% em $t=-3$), figurando uma diferença em termos absolutos muito significativa para o segundo maior *outlier*, o evento 23 (SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA), com uma rentabilidade anormal acumulada de -18,27%. Uma pesquisa no Sistema de Difusão de Informação da CMVM

não permitiu aferir sobre as eventuais causas do retorno acumulado anormal extremo (178%) da observação 1 em $t=-3$, tendo-se, no entanto, verificado eventos relacionados com a sociedade, em $t=-2$, como a divulgação de vários pontos da ordem de trabalhos da Assembleia Geral de Acionistas, nomeadamente, a proposta de aplicação dos resultados do exercício anterior. Tendo em conta que o retorno anormal do título em $t=-3$ não depende de $t=-2$, a única possibilidade de este evento ter influenciado a rentabilidade anormal do título em $t=-3$ é a antecipação do evento pelo mercado acionista. Em termos diários, o evento 28 (Teixeira Duarte – Engenharia e Construções SA) é *outlier* em $t=1$ (-6,22%), $t=3$ (9,99%) e $t=4$ (-7,64%), verificando-se apenas uma ocorrência paralela em $t=-2$: o anúncio público dos dividendos deliberados anteriormente em Assembleia Geral de Acionistas. No que diz respeito à Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A. (evento 35), no mesmo dia em que retorno anormal é o mais elevado (16,37%) da série temporal para este título ($t=1$) em paralelo ocorreu a publicação de informação complementar sobre as contas consolidadas relativas ao exercício do ano anterior. Em relação às observações 18 (Estoril Sol – SGPS, SA), 23 (SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA) e 41 (Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.), nenhum evento paralelo se verificou durante o período do evento, segundo o Sistema de Difusão da Informação da CMVM.

Não foi possível identificar um padrão ou tendência entre os *outliers* no que diz respeito ao nível de novidade da informação nem quanto ao tipo do conteúdo informativo.

O facto de em termos acumulados praticamente não existirem observações *outliers* sugere que o impacto do evento na rentabilidade anormal dos títulos identificados como *outliers* nas distribuições das rentabilidades anormais diárias não é significativo, já que se verifica que, quando acumulada ao longo do período pós-evento, a rentabilidade anormal desses títulos desaparece gradualmente (com exceção do evento 1). Conclui-se por isso que, tal como se verificou para o resto da amostra nos testes de hipóteses realizados nas secções anteriores, o evento em estudo também não teve impacto no retorno acumulado destes títulos.

3.3.3 Análise de Regressão

Nos capítulos e pontos anteriores procurámos inferir se a divulgação de informação sobre o governo da empresa na forma de aditamentos ou alterações ao relatório anual de governo tem ou não impacto significativo no preço das ações das sociedades emitentes. Com os testes de hipóteses podemos concluir, sem prejuízo das limitações impostas pela dimensão da população em estudo e consequente fragilidade das conclusões retiradas, que para a generalidade dos eventos não há evidência de rentabilidade anormal acumulada após o evento. Agora, procuraremos perceber se existe relação entre a dimensão dos retornos anormais acumulados e características específicas dos eventos, através de modelos de regressão linear para a rentabilidade anormal acumulada no período pós-evento. Este foi em parte o objetivo dos testes de hipóteses aplicados a grupos da população que realizámos na secção 3.3.2 e que revelaram que apenas para os eventos relacionados com as sub-categorias Remuneração e Temas Gerais (Órgãos de Administração e Fiscalização), e quando não retirados os *outliers* da amostra, a existência de rentabilidade anormal acumulada dos títulos dos respetivos grupos é estatisticamente significativa. Contudo, nesta abordagem procuramos averiguar o efeito da pertença simultânea a mais do que uma categoria de evento, uma vez que as categorias de eventos não são mutuamente exclusivas.

Foi realizado e testado um conjunto de regressões lineares para a rentabilidade anormal acumulada no período pós-evento (RAA_i [1,5]), tendo como regressores as variáveis *dummies* que resultam da classificação dos eventos em categorias. Com uma população de 43 observações¹⁴ e um domínio de 11 variáveis potencialmente explicativas, o modelo de regressão é:

$$Y_i = C + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_{11} X_{11i} + u_i \quad i = 1, \dots, 43 \quad (3.15)$$

onde Y_i é a Rentabilidade Anormal Acumulada no período [1,5] do i -ésimo título, C é o termo constante, $\beta_1, \dots, \beta_{12}$ são os coeficientes de regressão, que serão estimados pelo método dos mínimos quadrados (*ordinary least squares* (OLS)) na denominação anglo-saxónica) e u_i é o termo aleatório residual, de média zero e não correlacionado com as

¹⁴ O único *outlier* extremo (observação 1) foi removido da amostra.

variáveis endógenas da regressão. Os regressores X_1, X_2, \dots, X_{12} são variáveis *dummies* que representam cada uma das categorias de informação definidas na secção 3.2 - informação nova, esclarecimento, alteração da declaração de adoção de uma recomendação, informação sobre assembleia-geral, informação e auditoria e órgãos de administração e fiscalização (e sub-categorias) - e assumem o valor 1 se o evento foi classificado segundo essa categoria ou o valor 0, caso contrário¹⁵.

Na regressão A, todas as variáveis foram incorporadas, resultando no modelo:

$$RAA = C + \beta_1 * Voto + \beta_2 * Orgaos + \beta_3 * Audit + \beta_4 * Alt + \beta_5 * Escl + \beta_6 * Nova + u \quad (3.16)$$

onde RAA = rentabilidade anormal acumulada no período [1,5], C = constante, $Voto$ = Assembleia-geral, $Orgaos$ = Órgãos de Administração e Fiscalização, $Audit$ = Informação e Auditoria, Alt = Alteração à declaração de adoção da recomendação, $Escl$ = Esclarecimento, $Nova$ = Informação Nova.

Num segundo modelo, regressão B, a variável $Orgaos$ é substituída pelo conjunto de variáveis que a decompõem: $Tger$ = Temas Gerais, Rem = Remuneração, CA = Conselho de Administração, Ces = Comissões Especializadas, Cex = Comissão Executiva e Csg = Conselho Geral e de Supervisão.

$$RAA = C + \beta_1 * Voto + \beta_2 * Tger + \beta_3 * Rem + \beta_4 * CA + \beta_5 * Ces + \beta_6 * Cex + \beta_7 * Csg + \beta_8 * Audit + \beta_9 * Alt + \beta_{10} * Escl + \beta_{11} * Nova + u \quad (3.17)$$

A regressão C combina as três variáveis que qualificam os eventos por tema do conteúdo informativo (Assembleia-geral, Órgãos de Administração e Fiscalização e Informação e Auditoria) e na regressão D testam-se como variáveis explicativas as três variáveis utilizadas para classificar os eventos segundo a novidade do conteúdo (Informação Nova, Esclarecimentos e Alteração à declaração de adoção das recomendações). A regressão E

¹⁵ É oportuno relembrar que as categorias não são mutuamente exclusivas na classificação de um evento na medida em que um aditamento ou alteração pode conter vários tipos de informação (por exemplo, informação nova sobre a remuneração dos Órgãos de Administração e esclarecimentos acerca da mesa Assembleia-geral).

difere da regressão C pelo facto de substituir a variável *Orgaos* pelas suas seis subcategorias, que, por sua vez, são as variáveis explicativas da Regressão F.

A Tabela 3.8 resume os resultados das seis primeiras regressões realizadas, com o suporte do programa *Eviews*, cujos outputs integrais se reproduzem em anexo. Os resultados da regressão A evidenciam que a variável *Alt* (Alterações) é estatisticamente significativa para um teste unilateral com um nível de significância de 10%, o que já não se verifica nas regressões B e D.

No entanto, as conclusões mais sólidas parecem poder tirar-se relativamente à variável *Rem* (Remuneração dos Órgãos de Administração e Fiscalização). Esta variável é estatisticamente significativa nas três regressões em que é inserida - regressões B, E e F, conseguindo-se o maior intervalo de confiança na regressão F, com um p-value igual a 0.0882¹⁶. Os coeficientes de regressão de *Rem* nos três modelos são aproximadamente iguais: na regressão B $\beta_{Rem}=0.200$, na regressão E $\beta_{Rem}=0.217$ e na regressão F $\beta_{Rem}=0.219$, sendo a única variável que regista tal consistência entre regressões.

Com o objetivo de aprofundar o estudo e validar as conclusões anteriores, foram ainda estimadas doze regressões simples (para cada uma das doze variáveis), resumidas na Tabela 3.9. Novamente se verifica que a variável Remuneração dos Órgãos de Administração e Fiscalização (regressão N) tem significado estatístico como variável explicativa da rentabilidade anormal acumulada pós-evento da população em estudo, com um intervalo de confiança de 90%. O coeficiente de estimação de *Rem* na regressão simples é igual a 0.018, um valor próximo dos coeficientes estimados para esta variável em B, E e F.

Nenhuma outra variável se demonstrou relevante para a determinação da rentabilidade anormal acumulada da população em estudo¹⁷.

¹⁶ Nas regressões B e E, *Rem* é estatisticamente significativa apenas para testes unilaterais com um nível de significância de 10%. Na regressão F, o significado estatístico desta variável é mais robusto.

¹⁷ Os resultados dos testes de heterocedasticidade (White) e de autocorrelação (Durbin-Watson) estão disponíveis no Apêndice 2.

Tabela 3.9 Resultados das primeiras 6 regressões (de A a F)

Regressão A				Regressão B			
Var	Coefficiente	T-Stat	P-value	Var	Coefficiente	T-Stat	P-value
C	0,010	0,575	0,57	C	-0,005	-0,309	0,76
AUDIT	-0,009	-0,747	0,46	AUDIT	-0,001	-0,093	0,93
ORGAOS	-0,006	-0,359	0,72	REM	0,0200	1,445	0,16
VOTO	-0,013	-0,902	0,37	CA	0,001	0,085	0,93
ALT	0,021	1,447	0,16	CES	-0,015	-0,792	0,44
ESCL	0,001	0,068	0,95	CEX	0,010	0,340	0,74
NOVA	0,002	0,155	0,88	TGER	-0,003	-0,177	0,86
				CGS	-0,015	-0,597	0,56
				VOTO	-0,008	-0,521	0,61
				ALT	0,021	1,259	0,22
				ESCL	-0,006	-0,362	0,72
				NOVA	0,001	0,034	0,97
R Quadrado		0,0623		R Quadrado		0,1384	
F-stat		0,3986		F-stat		0,4526	
P-value (F-stat)		0,8750		P-value (F-stat)		0,9180	
Observações		43		Observações		43	
Regressão C				Regressão D			
Var	Coefficiente	T-Stat	P-value	Var	Coefficiente	T-Stat	P-value
C	0,005	0,293	0,77	C	0,006	0,452	0,65
AUDIT	-0,004	-0,409	0,69	ALT	0,012	1,135	0,26
ORGAOS	0,004	0,251	0,80	ESCL	-0,004	-0,363	0,72
VOTO	-0,001	-0,082	0,94	NOVA	-0,004	-0,348	0,73
R Quadrado		0,0069		R Quadrado		0,0336	
F-stat		0,0902		F-stat		0,4515	
P-value (F-stat)		0,9650		P-value (F-stat)		0,7177	
Observações		43		Observações		43	
Regressão E				Regressão F			
Var	Coefficiente	T-Stat	P-value	Var	Coefficiente	T-Stat	P-value
C	-0,007	-0,571	0,57	C	-0,008	-0,752	0,46
AUDIT	-0,001	-0,050	0,96	TGER	0,000	-0,013	0,99
REM	0,0217	1,627	0,11	REM	0,0219	1,753	0,09
CA	-0,001	-0,123	0,90	CEX	0,009	0,330	0,74
CES	-0,012	-0,680	0,50	CGS	-0,002	-0,102	0,92
CEX	0,009	0,298	0,77	CES	-0,012	-0,746	0,46
TGER	0,001	0,038	0,97	CA	-0,001	-0,126	0,90
CGS	-0,001	-0,069	0,95				
VOTO	-0,002	-0,122	0,90				
R Quadrado		0,0894		R Quadrado		0,0890	
F-stat		0,4172		F-stat		0,5858	
P-value (F-stat)		0,9026		P-value (F-stat)		0,7393	
Observações		43		Observações		43	

Obs.: Os símbolos ***, ** e * demonstram a significância estatística de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 3.10 Resultados das regressões simples (de G a R)

Reg	Var	Coefficiente	T-Stat	R Quadrado	F-stat	P-value (F-stat)	N
G	C	0,008	1,096	0,0052	0,2138	0,6462	43
	AUDIT	-0,005	-0,462				
H	C	0,002	0,111	0,0024	0,0990	0,7547	43
	ORGAOS	0,005	0,315				
I	C	0,006	0,869	0,0001	0,0055	0,9412	43
	VOTO	-0,001	-0,074				
J	C	0,006	1,048	0,0018	0,0720	0,7898	43
	CA	-0,003	-0,268				
K	C	0,006	1,135	0,0033	0,1348	0,7154	43
	CES	-0,005	-0,367				
L	C	0,005	1,002	0,0005	0,0197	0,8889	43
	CEX	0,003	0,141				
M	C	0,005	0,957	0,0001	0,0049	0,9446	43
	CGS	0,001	0,070				
N	C	-0,008	-0,876	0,0678	2,9800	0,0920	43
	REM	0,019	1,726*				
O	C	0,004	0,590	0,0013	0,0521	0,8205	43
	TGER	0,002	0,228				
P	C	0,001	0,156	0,0289	1,2197	0,2759	43
	ALT	0,011	1,104				
Q	C	0,006	0,751	0,0003	0,0140	0,9063	43
	ESC	-0,001	-0,118				
R	C	0,007	0,764	0,0008	0,0328	0,8573	43
	NOVA	-0,002	-0,181				

Obs.: Os símbolos ***, ** e * demonstram a significância estatística de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

3.4.3.1 Introdução da Variável Tempo

Os eventos em causa realizaram-se durante o período temporal decorrido entre janeiro de 2003 e junho de 2012, como já foi descrito. O facto de não terem ocorrido em igual momento de tempo mas, pelo contrário, de forma dispersa por oito anos e seis meses, abre o estudo a uma dimensão temporal e à hipótese da influência do decorrer do tempo na rentabilidade anormal acumulada dos títulos. A questão a que procuraremos agora responder é a seguinte: *até que ponto as conclusões retiradas até agora se alteram com a introdução da dimensão temporal?*

Para responder a estas questões, a cada uma das regressões A a F foram acrescentadas quatro variáveis *dummies* relativas ao ano 2003, 2004, 2011 e 2012. A2003, A2004, A2011 e A2012¹⁸ tomam o valor 1 caso o evento tenha ocorrido no ano descrito no nome da variável ou o valor 0, caso contrário. Os resultados até agora obtidos não se alteraram, de modo relevante, com a introdução das variáveis A2003, A2004, A2010, A2011 e A2012 (Tabela 3.11).

¹⁸ Se todos os anos entre 2003 e 2012 fossem incluídos na regressão, existiria multicolinearidade entre as variáveis, tendo em conta que para cada observação haverá sempre uma e apenas uma variável igual a 1 (porque um evento ocorre apenas num único ano). Assim, foram escolhidos os primeiros e os últimos dois anos, sendo que quer entre 2003 e 2004 quer entre 2011 e 2012, ocorreram 7 eventos.

Tabela 3.11 Regressões A a F com A2003, A2004, A2011 e A2012

Regressão A				Regressão B			
Var	Coeficiente	T-Stat	P-value	Var	Coeficiente	T-Stat	P-value
C	0,008	0,410	0,69	C	-0,020	-1,069	0,30
A2003	0,012	0,461	0,65	A2003	0,029	1,027	0,31
A2004	0,008	0,439	0,66	A2004	0,009	0,475	0,64
A2011	-0,021	-0,847	0,40	A2011	-0,058	-1,214	0,24
A2012	0,021	0,910	0,37	A2012	0,029	1,063	0,30
ALT	0,026	1,629	0,11	ALT	0,018	1,052	0,30
AUDIT	-0,008	-0,625	0,54	AUDIT	-0,002	-0,136	0,89
ESCL	0,000	0,020	0,98	ESCL	0,004	0,239	0,81
NOVA	0,001	0,051	0,96	NOVA	0,008	0,489	0,63
ORGAOS	-0,005	-0,297	0,77	VOTO	-0,014	-0,906	0,37
VOTO	-0,014	-0,943	0,35	TGER	0,001	0,087	0,93
				REM	0,021	1,420	0,17
				CA	-0,001	-0,060	0,95
				CGS	0,045	0,995	0,33
				CEX	-0,036	-0,792	0,44
				CES	-0,023	-1,114	0,28
R Quadrado		0,1303		R Quadrado		0,2515	
F-stat		0,4796		F-stat		0,6047	
Observações		43		Observações		43	

Regressão C				Regressão D			
Var	Coeficiente	T-Stat	P-value	Var	Coeficiente	T-Stat	P-value
C	0,002	0,116	0,91	C	0,004	0,295	0,77
A2003	0,011	0,423	0,68	A2003	0,014	0,558	0,58
A2004	0,003	0,170	0,87	A2004	0,005	0,289	0,77
A2011	-0,013	-0,552	0,59	A2011	-0,025	-1,106	0,28
A2012	0,023	1,046	0,30	A2012	0,017	0,773	0,45
AUDIT	-0,004	-0,334	0,74	ALT	0,017	1,399	0,17
ORGAOS	0,005	0,292	0,77	ESCL	-0,005	-0,427	0,67
VOTO	-0,001	-0,064	0,95	NOVA	-0,004	-0,324	0,75
R Quadrado		0,0562		R Quadrado		0,1017	
F-stat		0,2977		F-stat		0,5662	
Observações		43		Observações		43	

Regressão E				Regressão F			
Var	Coeficiente	T-Stat	P-value	Var	Coeficiente	T-Stat	P-value
C	-0,015	-1,075	0,29	C	-0,016	-1,359	0,18
A2003	0,029	1,043	0,31	A2003	0,030	1,148	0,26
A2004	0,007	0,390	0,70	A2004	0,007	0,430	0,67
A2011	-0,057	-1,286	0,21	A2011	-0,052	-1,251	0,22
A2012	0,030	1,263	0,22	A2012	0,029	1,241	0,22
VOTO	-0,006	-0,487	0,63	TGER	0,005	0,401	0,69
TGER	0,007	0,481	0,63	REM	0,024	1,787	0,08
REM	0,023	1,648	0,11	CA	-0,001	-0,081	0,94
CA	-0,001	-0,041	0,97	CGS	0,043	1,238	0,23
CGS	0,049	1,296	0,21	CEX	-0,031	-0,758	0,45
CEX	-0,033	-0,772	0,45	CES	-0,019	-1,048	0,30
CES	-0,019	-0,995	0,33				
AUDIT	0,001	0,050	0,96				
R Quadrado		0,2143		R Quadrado		0,2079	
F-stat		0,6817		F-stat		0,8400	
Observações		43		Observações		43	

Conclusões

Este estudo teve o objetivo de analisar a relação entre a divulgação de informação de governo retificada e o retorno das sociedades cotadas no mercado regulamentado português (PSI-Geral), respondendo à seguinte questão: *os investidores nas sociedades cotadas no mercado regulamentado português valorizam (no sentido de reagirem incorporando essa informação nos preços) ou não a informação que resulta de aditamentos ou retificações ao Relatório Anual de Governo da Sociedade, divulgados pelas sociedades cotadas?*

Concluímos que, quando analisados os eventos em termos agregados, não existe evidência de rentabilidades anormais após a divulgação da informação. Não obstante, numa análise mais detalhada por conteúdo e novidade de informação, demonstrou-se que a divulgação de informação (retificada) sobre a remuneração dos Órgãos de Administração e Fiscalização tem impacto no retorno anormal acumulado de um título após a divulgação da mesma. Mais do que qualquer outro aspeto do governo das sociedades (daqueles aqui em análise), os investidores no mercado acionista português parecem olhar para as remunerações dos dirigentes da sociedade, ou para o grau de transparência associado à divulgação de informação sobre o tema (uma vez que a relação se revelou positiva), como um elemento contributivo para a decisão de investimento ou desinvestimento na sociedade. O coeficiente de estimação desta variável apresentou-se consistente entre as várias regressões efetuadas, variando entre 0.019 e 0.022. Havíamos visto na secção 2.2 sobre a remuneração executiva como mecanismo de governo, que esta questão tem sido umas das principais reivindicações do ativismo acionista, com uma particular atenção dos investidores institucionais.

Estiveram também em análise as observações *outliers*. Em termos acumulados praticamente não existem *outliers* o que sugere que, à semelhança do que se verificou para a generalidade (média) da população, o impacto do evento na rentabilidade anormal dos títulos identificados como *outliers* nas distribuições das rentabilidades anormais diárias não é significativo, já que se verifica que, quando acumulada ao longo do período do evento, a rentabilidade anormal desses títulos desaparece gradualmente. Foi possível ainda verificar que o ano em que a informação foi divulgada não é um fator determinante

da rentabilidade anormal acumulada dos títulos após os eventos, tendo em conta que não só nenhuma variável de tempo se mostrou significativa como também não se evidenciou qualquer padrão de variação entre os coeficientes de estimação das variáveis de tempo.

Estes resultados levam-nos a concluir que, exceção feita à informação associada à remuneração dos administradores da sociedade, uma eventual reação dos investidores nas sociedades emittentes de ações que compõem o PSI Geral aos aditamentos e alterações ao relatório anual sobre governo da sociedade não é, em média, refletida nos preços das ações.

O facto de o mercado português não ter sido palco até hoje de colapsos ou escândalos financeiros causados por falhas graves no governo das sociedades, como aconteceu nos E.U.A e na Europa, pode ser um dos motivos pelo qual a sensibilidade dos investidores no mercado português, no que ao governo das sociedades diz respeito, não atingiu ainda um nível a partir do qual os investidores reagem à informação incorporando-a no preço das ações. Adicionalmente, uma segunda explicação para os resultados deste estudo poderá ser uma indiferença dos investidores face ao instrumento de divulgação de informação utilizado uma vez que retirar ilações sobre a bondade do governo de uma sociedade através do seu Relatório de Governo pode depender de uma análise exaustiva e do julgamento do investidor que o analisa, que pode não pretender ou não ser capaz de o fazer. Finalmente, uma terceira explicação possível é o facto de as alterações e aditamentos ao relatório de governo divulgarem, muito frequentemente, consideravelmente menos informação do que os primeiros relatórios e se debruçarem sobre matérias de interesse secundário, o que indica que é prudente não estender estas conclusões ao impacto da informação original materializada no primeiro relatório.

Por fim, esta análise ficou, em parte, limitada pela dimensão da população em estudo. A variedade e robustez das conclusões deste estudo ganhará, por certo, com o crescimento da sua população, o que só será possível com a passagem natural do tempo. Uma dimensão mais elevada da população melhorará não só a significância estatística dos testes que realizámos mas também alavancará as possibilidades de aproveitar a classificação da informação para testar novas hipóteses adicionais e ainda para refletir sobre possibilidades alternativas de caracterização dos eventos. Por exemplo, serão oportunos futuros estudos que elaborem esta análise de modo a compreender se os

resultados diferem ou não entre as sociedades que pertencem ao índice PSI-20 e as que não pertencem ou entre sociedades com diferentes níveis dimensão ou de desempenho.

Referências Bibliográficas

- Alves, C. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Almedina.
- Alves, C. (2007), Uma Perspetiva Económica Sobre as (Novas) Regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais, in: *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura - A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra: Almedina, pp. 173-195.
- Alves, C. e V. Mendes (2004), “Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese case”. *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 12(3), pp. 290-301.
- Alves, C. e V. Mendes (2009), “The Portuguese Corporate governance codes as a factor of changes in rules and practices”, In. Félix J. López Iturriaga (ed.). *Codes of Corporate Governance around the World*. Lisboa: Nova Publisher, pp. 317-351.
- Alves, C. e E. Vicente (2012), “Does the Latin Corporate Governance Model perform worse than others in preventing earnings management?”, Working Paper 447/2012, Faculdade de Economia do Porto.
- Bebchuk, L. e J. Fried (2003), “Executive Compensation as na Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, pp. 71-92.
- Bebchuk, L. e J. Fried (2004), “Pay without Performance”, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bebchuk, L. e M. Weisbach (2009), “The State of Corporate Governance Research”, Working Paper 21/2009, Fisher College of Business.
- Berle, A. e G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Equity*, New York: Harcourt, Brace & World, Inc.
- Bhagat, S., Bolton, B. e R. Romano (2007), “The Promise and Peril of Corporate Governance Indices”, Law Working Paper 89/2007, European Corporate Governance Institute.
- Brickley, J, Coles, J. e R. Terry (1994), “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills”, *Journal of Financing Economics*, Vol. 35, pp. 371-390.
- Bukart, M., e F. Panunzi (2006), “Takeovers”, Finance Working Paper N° 118/2006, European Corporate Governance Institute.

- Cadbury Report (1992), “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance”, London: Gee.
- Católica Lisbon School of Business and Economics (2011), *Governo das Sociedades em Portugal – Relatório sobre o Grau de Acolhimento das Recomendações*. Lisboa: Católica Lisbon School of Business & Economics/AEM.
- Charkham, J. (1994), “Keeping Good Company: A study of Corporate Governance in Five Countries”, Oxford: Clarendon Press.
- CMVM (1999), “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, www.cmvm.pt
- CMVM (2001), “Regulamento da CMVM n.º7/2001, Governo das Sociedades Cotadas”, www.cmvm.pt
- CMVM (2003), “Regulamento da CMVM n.º11/2003, Regulamento de alteração ao regulamento 7/2001 e ao regulamento 11/2000 – Governo das sociedades cotadas”, www.cmvm.pt
- CMVM (2005a), “Regulamento da CMVM n.º10/2005”, www.cmvm.pt
- CMVM (2005b), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, www.cmvm.pt
- CMVM (2007), “Código de Governo das Sociedades da CMVM”, www.cmvm.pt
- CMVM (2010), “Código de Governo das Sociedades da CMVM”, www.cmvm.pt
- CMVM (2010), “Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010”, www.cmvm.pt
- CMVM (2012), “Relatório do Governo das Sociedades Cotadas 2011”, www.cmvm.pt
- Comment. R. e G. Jarrell (1995), “Corporate Focus and Stock Return”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 67-87.
- Canyon, M., Gregg, P. e M. Stephen (1995), “Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom”, *The Economic Journal*, Vol. 105 (May), pp. 704-714.
- Core, J., Holthausen, R. e D. Larcker (1999), "Corporate Governance, CEO Compensation and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-406.
- Daines, R., Gow, I. e D. Larcker (2010), "Rating the Ratings: How good are Commercial Governance Ratings?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 98 (3).

- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A. e J. Johnson (1998), "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19 (3), pp. 269-290.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A. e J. Johnson (1999), "Number of Directors and financial performance: A meta-analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 42(6), pp. 674-686.
- De Andres, P., Azofra, V. e F. Lopez (2005), "Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13(2), pp. 197-210.
- DeAngelo, H. e E. Rice (1983), "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 329-360.
- Demsetz, F. e K. Lehn (1985), «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, Vol. 93(6), pp. 1155-1177.
- Donaldson, T. e L. Preston (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of Management Review*, Vol. 20(1), pp. 65-91.
- Easterbrook, F. e D. Fischel (1991), "The Economic Structure of Corporate Law", Cambridge: Havard University Press.
- Fama, E. e M. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI.
- Fernández, M., Alonso, S. e J. Rodríguez (2012), "Estructura del consejo de administración y rendimiento de la empresa", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* (2013), <http://dx.doi.org/10.1016/j.redde.2012.10.002>
- Franks, J. e C. Mayer (1996), "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, nº2, pp. 163-181.
- Freeman, R. (1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*. New York: Cambridge University Press.
- Friedman, A. e S. Miles (2002), "Developing Stakeholder Theory", *Journal of Management Study*, Vol. 39(1), pp. 1-21.
- Frye, M.B., Nelling, E. & Webb, E., (2006), "Executive Compensation in Socially Responsible Firms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14(5), pp.446-455.

- Gabaix, X. e A. Landier (2008), "Why has CEO Pay Increased so Much?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 123, pp. 49-100.
- Gill, J., Gautam, K. e W. Boecker (2009), "Corporate Governance mechanisms and firm performance", *IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. 8(1), pp. 7-21.
- Gillian, S. e L. Starks (2000), "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 275-305.
- Gordon, J. (2007), "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices", *Stanford Law Review*, Vol. 59, pp. 1465-1568.
- Grossman, S. e O. Hart (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economics*, Vol. 94(4), pp. 691-719.
- Handy, C. (2002), "What is a Business for?", *Harvard Business Review*, <http://ssrn.com/abstract=932676>, acedido em 21/09/2012.
- Hart, O. e J. Moore (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 1119-1158.
- Hall, B. e J. Liebman (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113(3), pp. 653-691.
- Holderness, C. e D. Sheehan (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317-346.
- Holmstrom, B. e S. Kaplan (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15(2), pp. 121-144.
- Jensen, M. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *European Financial Management*, Vol. 7(3), pp. 297-317.
- Jensen, M. (2004), "Agency Costs of Overvalued Equity", Finance Working Paper No. 39/2004, European Corporate Governance Institute.
- Jensen, M. e K. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 225-264.

- Jensen, M. e W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3(4), pp. 305-360.
- Jensen, M. e W. Meckling (1994), "The Nature of Man", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7(2), pp. 4-19.
- Kaczmarek, S., Kimino, S. e A. Pye (2011), "Board task-related faultlines and firm performance in Russia: A decade of evidence", *Corporate Governance: An international review*", Vol. 20(4), pp. 1467-8683.
- Kaplan, S. e J. Raugh (2009), "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the High Incomes?" *Review of Financial Studies Society for Financial Studies*, Vol. 23(3), pages 1004-1050.
- Koehn, D. e J. Ueng (2005), "Evaluating the Evaluators: Should Investors Trust Corporate Governance Metrics Ratings?", *Journal of Management and Governance*, Vol. 9, pp. 111-128.
- Khotari, S. e Warner, J. (2006), "Econometrics of Event Studies", *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (Elsevier/North-Holland)*, Vol. A, cap. 1.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 58(1), pp. 3-27.
- Lang, L. e R. Stulz (1994), "Tobin Q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1248-1280.
- Larcker, D. e B. Tayan (2012), "CEO Compensation", *McKinsey Quarterly*, http://www.mckinseyquarterly.com/Does_your_CEO_compensation_plan_provide_the_right_incentives_2952, acedido em 23/09/2012
- Larcker, D., Richardson, S. e I. Tuna (2007), "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance", *The Accounting Review*, Vol. 82(4), pp. 963-1008.
- Larmou, S. e N. Vafeas (2010), "The relationship between board size and firm performance in firms with a history of poor operationg performance", *Journal of Management and Governance*, Vol. 14(1), pp. 61-85.

- Lewellen, W., Loderer, C. e A. Rosenfeld (1985), "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 7, pp. 209-231.
- Lin, C., Ma, Y. e D. Su (2009), "Corporate Governance and firm efficiency: Evidence from China's publicly listed companies", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 30(3), pp. 193-209.
- Long, M. e R. Walkling (1984), "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance", *Rand Journal of Economics*, Vol. 15, pp. 54-68.
- MacKinlay, A. (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, pp 13-39.
- Martin, J. e J. McConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol. 46(2), pp. 671-687.
- McConnell, J. e C. Muscarella (1986), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 399-422.
- McConnell, J. e H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, nº2, pp. 595-612.
- McKinsey & Company (2000), "Three Surveys on Corporate Governance", *The McKinsey Quarterly*, Vol. 4, pp. 74-77.
- McKinsey & Company (2011), "Governance since the economic crisis", *McKinsey Quarterly*, disponível em http://www.mckinsey.com/insights/leading_in_the_21st_century/governance_since_the_economic_crisis_mckinsey_global_survey_results.
- Mitchell, R., Agle, B. e Wood, D. (1997), "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts", *Academy of Management Review*, Vol. 22(4), pp. 853-886.
- Morck, R., A. Shleifer e R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Morck, R., Shleifer, A. e R. Vishny (1998), "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers", in A. Auerbach (ed.), "Corporate Takeovers: Causes and Cosequences", pp. 101-129, Chicago: Chicago University Press.

- Mura, R. (2007), "Firm Performance: Do non-executive directors have minds of their own? Evidence from UK panel data", *Financial Management*, Vol. 36(3), pp. 81-112.
- Murali, R. e J. Welch (1989), "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16, nº 3, pp. 385-398.
- Murphy, K. e J. Zabojnik (2007), "Managerial Capital and the Market for CEOs", Working Paper, Queen's University.
- OCDE (1999), «OECD Principles of Corporate Governance», *OECD Publications*, www.oecd.org.
- OECD (2004), "Principles of Corporate Governance", *OECD Publications*, www.oecd.org.
- Pound, J. (1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-265.
- Raja, J. e A. Kumar (2008), "SME entrepreneurship, firm performance and corporate governance practices in indian services firms", *Journal of Services Research*, Vol. 7(2), pp. 99-113.
- Relatório Olivencia (1998), *Código de Buen Gobierno*, www.CNMV.es.
- Relatório Viénot (1995), «Le Conseil d'Administration des Sociétés Coteées», *Rapport du Comité sur le Gouvernement d'entreprise présidé par Marc Vienót*. Paris: MEDEF.
- Roe, M. (1993), "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and United States", *The Yale Law Review*, Vol. 102, pp. 1927-2003.
- Roe, M. (2011), "How Capitalist is America?", <http://www.project-syndicate.org/commentary/how-capitalist-is-america>, acedido em 30/05/2012.
- Romano, R. (1993), "The Genius of American Corporate Law". Washington DC: American Enterprise Institute Press.
- Rosenstein, S. e G. Wyatt (1990), "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26(2), pp. 175-191.
- Ross, S., Westerfield, R. e J. Jaffe (2002), *Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill, 6ª edição.
- Serra, A. (2002), "Events Study Tests - a brief survey", Working Paper 117/2002, Faculdade de Economia do Porto.

- Shleifer, A. e R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997), "A Survey on Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52(2), pp. 737-783.
- Silva, A. Santos, Vitorino, A., Alves, C., e M. Monteiro (2006), "Livro Branco sobre Corporate Governance", Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Scharfstein, D. (1988), "The Disciplinary Role of Takeovers", *Review of Economics Studies*, Vol. 55, pp. 185-199.
- Stenberg, E. (1996), "Stakeholder Theory exposed", *The Corporate Governance Quarterly*, Vol. 2(1), pp. 4-18.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations* (1st ed.). London: Methuen & Co., Ltd.
- Tricker, R. (2000). *Corporate Governance*. Aldershot: Ashgate.
- Tricker, R. (2012). *Corporate Governance - Principles, Practices and Policies* (2nd ed.). Hampshire: Oxford Press University.
- Weisbach, M. (1998), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.

Apêndice 1.

Tabela A.1 Eventos

Evento	Descrição do Evento	Data	Hora
1	Compta – Equipamentos e Serviços de Informática, S.A. informa sobre a remuneração auferida pelos membros dos Órgãos de Fiscalização durante o exercício de 2011	24/05/2012	16:30
2	Estoril-Sol, SGPS, S.A. republica Relatório de Governo da Sociedade, referente ao exercício de 2010, de acordo com o Regulamento da CMVM nº 1/2010	27/01/2012	10:26
3	Toyota Caetano divulga o Relatório de Governo da Sociedade, referente ao exercício de 2010, de acordo com o Regulamento da CMVM nº 1/2010	05/01/2012	17:12
4	Vista Alegre Atlantis SGPS S.A. informa sobre aditamento ao Relatório do Governo da Sociedade 2010	18/11/2011	17:11
5	Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A. informa sobre aditamento ao Relatório do Governo da Sociedade de 2010	03/10/2011	16:57
6	Impresa SGPS S.A. informa em aditamento à divulgação do Relatório sobre o Governo da Sociedade referente a 2010, efetuada em 26/04/2011, a avaliação do seu cumprimento de acordo com o Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2010	08/09/2011	17:36
7	SAG GEST - Soluções Automóveis Globais, SGPS, S.A. informa sobre aditamento ao Relatório de Governo da Sociedade de 2009	12/08/2010	17:41
8	Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A. aditamento ao Relatório sobre Governo da Sociedade relativo ao exercício de 2009	27/07/2010	09:35
9	Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A. informa sobre Relatório de Governo das Sociedades de 2009 (retificação)	05/05/2010	11:18

10	Toyota Caetano divulga informação retificativa sobre o Relatório de Governo da Sociedade referente ao exercício de 2009	19/04/2010	16:45
11	Grupo Media Capital SGPS S.A. informa sobre esclarecimento ao Código de Governo da Sociedade do exercício de 2009	01/04/2010	20:06
12	Sport Lisboa e Benfica - Futebol SAD informa alterações e atualizações ao Relatório de Governo das Sociedades 2008/2009	17/03/2010	21:24
13	Futebol Clube do Porto – Futebol SAD publica Relatório sobre Governo da Sociedade - Retificação	16/11/2009	17:27
14	Banif SGPS S.A. informa sobre aditamento ao Relatório de Governo da Sociedade de 2008	17/09/2009	12:00
15	Galp Energia SGPS S.A. informa sobre informação complementar ao Relatório de Governo da Sociedade relativo ao exercício de 2008	27/04/2009	18:34
16	Brisa – Autoestradas de Portugal S.A. informa sobre Governo das Sociedades como versão corrigida do anteriormente divulgado no Relatório e Contas anual de 2008	16/03/2009	12:34
17	Reditus SGPS S.A. informa sobre adenda ao Relatório de Governo das Sociedades 2007	02/12/2008	17:35
18	Estoril-Sol SGPS S.A. informa aditamento ao Relatório de Governo da Sociedade – exercício de 2007	17/10/2008	14:15
19	Impresa SGPS S.A. informa acerca do Relatório de Governo da Sociedade (versão revista por solicitação da CMVM)	11/09/2008	12:06
20	Corticeira Amorim SGPS S.A. divulga informação complementar	09/09/2008	17:10
21	Mota-Engil SGPS S.A. divulga informação complementar ao Relatório sobre as práticas de Governo societário relativo ao exercício de 2007	05/09/2008	17:52

22	Grupo Media Capital SGPS S.A. informa: Esclarecimentos sobre o Relatório sobre o Governo da Sociedade relativo ao exercício de 2007	05/09/2008	15:29
23	SAG GEST - Soluções Automóveis Globais, SGPS, S.A. apresenta informação complementar sobre o Relatório de Governo da Sociedade referente ao exercício de 2007	25/07/2008	16:59
24	Sonaecom SGPS S.A. publica aditamento ao Relatório de Governo das Sociedades 2007 – versão portuguesa	24/07/2008	12:06
25	Sociedade Comercial Orey Antunes S.A. presta informação complementar sobre o Relatório de Governo da Sociedade	17/07/2008	17:05
26	Banif SGPS S.A. apresenta informação complementar sobre o Relatório de Governo das Sociedades referente ao ano de 2007	08/07/2008	10:13
27	Brisa - Autoestradas de Portugal S.A informa sobre Relatório do Governo que substitui o anteriormente divulgado – versão portuguesa	29/05/2008	16:08
28	Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, S.A. divulga informações complementares ao Relatório sobre o Governo da Sociedade 2007	30/05/2008	17:33
29	Vista Alegre Atlantis SGPS S.A. informa sobre exercício de 2007: Comunicado	06/05/2008	18:37
30	Galp Energia SGPS S.A. informa adenda ao Relatório sobre a Estrutura e a Prática de Governo das Sociedades	06/05/2008	13:14
31	Banco Espírito Santo, S.A. informa sobre aditamento aos relatórios de prestação de contas do ano de 2009	05/05/2010	16:52
32	Banco Santander Totta S.A. informa sobre aditamento ao Relatório e Contas 2011, aprovado em Assembleia Geral de 28 de Maio de 2012 sobre Política de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração e de Fiscalização	06/06/2012	09:32
33	Banco Espírito Santo S.A. informa em aditamento ao Relatório do Governo das Sociedades de 2006	27/11/2007	16:50

34	EDP - Energias de Portugal, SA - Exercício de 2006 - Aditamento ao Relatório do Governo da Sociedade	21/09/2007	20:11
35	Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A. presta informação complementar sobre RGS e políticas de governance	27/06/2007	19:15
36	Mota-Engil informa aditamento ao Relatório sobre as práticas de Governo Societário	29/04/2005	11:38
37	VAA – Vista Alegre Atlantis, SGPS S.A. informa sobre retificação ao Relatório de Governo da Sociedade, Exercício de 2003	26/11/2004	11:18
38	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A. – Exercício de 2003 (retificação)	30/07/2004	18:01
39	Pararede – SGPS S.A. – Exercício de 2003 (aditamento)	23/06/2004	14:51
40	Ibersol – SGPS, S.A. informa Relatório Governo da Sociedade 2008 – versão alterada	30/07/2009	15:54
41	Compta – Equipamentos e Serviços de Informática, S.A. – Exercício de 2002 (Aditamento)	23/06/2003	17:43
42	Ibersol – SGPS, S.A. – Exercício 2002 (ao abrigo do Reg. CMVM nº 13/2002) – retificação	04/11/2003	15:47
43	Papelaria Fernandes - Indústria e Comércio, SA - Exercício de 2003 (retificação)	30/09/2004	20:12
44	Celulose do Caima, SGPS, S.A. – Exercício de 2003 (Retificação)	13/07/2004	12:39

Fonte: Sistema de Difusão de Informação da CMVM

Tabela A.2 Classificação dos Eventos por Conteúdo

Evento	Assembleia-geral	Órgãos de Administração e Fiscalização	Informação e Auditoria
1		•	
2	•	•	•
3	•	•	•
4	•	•	•
5		•	•
6	•	•	•
7		•	
8	•		
9		•	
10		•	
11		•	
12	•	•	
13	•	•	
14		•	
15	•	•	
16		•	•
17	•	•	•
18	•	•	
19	•	•	
20		•	
21		•	•
22		•	
23		•	•
24		•	•
25		•	
26	•	•	•
27	•	•	•
28	•		
29		•	
30	•	•	•
31		•	
32		•	
33		•	
34			•
35		•	•
36			•
37		•	•
38		•	•
39			•
40	•	•	
41		•	
42			•
43	•	•	•
44	•	•	

Tabela A.3 Classificação dos Eventos por Sub-Categorias da Categoria Órgãos de Administração e Fiscalização

Evento	Temas Gerais	Conselho de Administração	Comissão Executiva...	Conselho Geral e de Supervisão...	Remuneração	Comissões Especializadas
1					•	
2	•	•			•	•
3	•				•	•
4	•	•		•	•	
5	•			•	•	•
6	•	•		•	•	•
7					•	
9					•	
10					•	
11					•	
12				•	•	
13			•	•	•	
14					•	
15	•				•	
16	•				•	
17	•				•	
18	•				•	
19	•	•	•	•		
20	•				•	
21	•	•			•	
22	•				•	
23	•					
24					•	
25		•			•	
26	•				•	•
27	•				•	
29		•				
30		•			•	
31		•				
32					•	
33					•	
35	•	•			•	
37	•				•	•
38	•				•	
40	•	•	•	•	•	•
41		•				
43	•					
44	•	•			•	

Tabela A.4 Classificação dos Eventos por Novidade da Informação

Evento	Informação nova	Esclarecimento	Alteração da declaração de acolhimento
1	•		
2	•	•	•
3	•		•
4	•		•
5	•		•
6	•	•	•
7		•	•
8	•		
9	•		
10	•	•	
11	•		
12			•
13			•
14		•	
15		•	•
16		•	•
17	•	•	•
18	•	•	•
19	•	•	•
20		•	
21		•	
22		•	
23		•	
24	•	•	
25		•	
26	•	•	•
27	•	•	
28		•	
29	•		
30	•	•	
31	•		
32	•		
33	•		
34	•		
35	•	•	•
36		•	
37	•	•	
38	•		
39	•		
40	•	•	•
41	•		
42		•	
43	•	•	•
44	•	•	

Tabela A.5 Resultados dos Testes de Hipóteses do Tipo 1 para os períodos $[t_1, t_2]=[1,2]$ e $[1,3]$

X_i	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,2]$	-0,008	0,000	-0,82	0,41	0,000	0,000	0,02	0,99
$RAA_i[1,3]$	-0,001	0,000	-0,1	0,92	0,007	0,000	0,59	0,56

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respectivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respectivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respectivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulada do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respectivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respectivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a e $RAM_1, RAM_2, RAM_3, RAM_4$ e RAM_5 respectivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.6 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Temas Gerais”

Teste de Hipótese Tipo 1								
X_i	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	-0,004	0,001	-0,14	0,89	0,010	0,001	0,36	0,72
$RAA_i[-4,5]$	0,087	0,001	2,35	0,02	0,010	0,001	0,28	0,78
Teste de Hipótese Tipo 2								
X_i	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,008	0,000	0,61	0,54	-0,001	0,000	-0,06	0,95
RA_{i2}	-0,015	0,000	-1,18	0,24	-0,001	0,000	-0,05	0,96
RA_{i3}	-0,003	0,000	-0,20	0,84	0,002	0,000	0,15	0,88
RA_{i4}	0,008	0,000	0,64	0,53	0,008	0,000	0,64	0,53
RA_{i5}	-0,002	0,000	-0,19	0,85	-0,002	0,000	-0,19	0,85

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respectivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respectivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respectivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulada do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respectivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respectivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a e $RAM_1, RAM_2, RAM_3, RAM_4$ e RAM_5 respectivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.7 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Conselho de Administração”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,003	0,001	0,10	0,92	0,003	0,001	0,10	0,92
$RAA_i[-4,5]$	-0,011	0,002	-0,25	0,80	-0,011	0,002	-0,25	0,80
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,004	0,000	0,25	0,80	-0,010	0,000	-0,77	0,44
RA_{i2}	0,000	0,000	-0,03	0,97	-0,002	0,000	-0,15	0,88
RA_{i3}	0,000	0,000	0,02	0,99	0,009	0,000	0,72	0,47
RA_{i4}	0,004	0,000	0,28	0,78	0,002	0,000	0,15	0,88
RA_{i5}	-0,001	0,000	-0,09	0,93	-0,001	0,000	-0,08	0,93

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAM}_1, \overline{RAM}_2, \overline{RAM}_3, \overline{RAM}_4$ e \overline{RAM}_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.8 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Comissão Executiva”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,008	0,001	0,29	0,77	0,008	0,001	0,29	0,77
$RAA_i[-4,5]$	0,007	0,001	0,18	0,85	0,007	0,001	0,18	0,85
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,018	0,000	-1,49	0,14	-0,018	0,000	-1,49	0,14
RA_{i2}	0,007	0,000	0,57	0,57	0,007	0,000	0,57	0,57
RA_{i3}	-0,006	0,000	-0,51	0,61	-0,006	0,000	-0,51	0,61
RA_{i4}	0,004	0,000	0,34	0,74	0,004	0,000	0,34	0,74
RA_{i5}	0,021	0,000	1,74	0,08	0,021	0,000	1,74	0,08

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respetivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respetivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste

de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i [1,5]$ e $RAA_i [-4,5]$ são, respectivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1,t=5]$ e $[t=-4,t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respectivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respectivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $RAM_1, RAM_2, RAM_3, RAM_4$ e RAM_5 respectivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.9 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Conselho Geral e de Supervisão”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,006	0,003	0,11	0,91	0,006	0,003	0,11	0,91
$RAA_i[-4,5]$	-0,009	0,006	-0,12	0,91	-0,009	0,006	-0,12	0,91
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,011	0,001	-0,43	0,67	-0,011	0,001	-0,43	0,67
RA_{i2}	0,000	0,001	0,02	0,99	0,000	0,001	0,02	0,99
RA_{i3}	0,006	0,001	0,25	0,80	0,006	0,001	0,25	0,80
RA_{i4}	0,003	0,001	0,13	0,90	0,003	0,001	0,13	0,90
RA_{i5}	0,007	0,001	0,28	0,78	0,007	0,001	0,28	0,78

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respectivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respectivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i [1,5]$ e $RAA_i [-4,5]$ são, respectivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1,t=5]$ e $[t=-4,t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respectivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respectivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $RAM_1, RAM_2, RAM_3, RAM_4$ e RAM_5 respectivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.10 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Remuneração”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,002	0,000	0,10	0,92	0,011	0,000	0,58	0,56
$RAA_i[-4,5]$	0,062	0,001	2,48	0,01	0,020	0,000	0,91	0,36
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	0,004	0,000	0,50	0,62	-0,001	0,000	-0,14	0,89
RA_{i2}	-0,007	0,000	-0,82	0,41	0,002	0,000	0,25	0,81
RA_{i3}	0,001	0,000	0,16	0,87	0,004	0,000	0,56	0,58
RA_{i4}	0,003	0,000	0,40	0,69	-0,001	0,000	-0,12	0,90
RA_{i5}	0,000	0,000	0,00	1,00	0,000	0,000	0,00	1,00

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respectivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respectivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i[1,5]$ e $RAA_i[-4,5]$ são, respectivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1, t=5]$ e $[t=-4, t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respectivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1, t=2, t=3, t=4$ e $t=5$, respectivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAM}_1, \overline{RAM}_2, \overline{RAM}_3, \overline{RAM}_4$ e \overline{RAM}_5 respectivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Tabela A.11 Resultados de Testes de Hipóteses do Tipo 1 e Tipo 2 do Sub-grupo “Comissões Especializadas”

Teste de Hipótese Tipo 1								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
$RAA_i[1,5]$	0,001	0,003	0,02	0,98	0,001	0,003	0,02	0,98
$RAA_i[-4,5]$	0,005	0,005	0,08	0,94	0,005	0,005	0,08	0,94
Teste de Hipótese Tipo 2								
	Painel A (amostra com outliers)				Painel B (amostra sem outliers)			
X_i	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.	\bar{X}	σ^2	ET	Sig.
RA_{i1}	-0,004	0,001	-0,16	0,88	-0,004	0,001	-0,16	0,88
RA_{i2}	0,003	0,001	0,15	0,88	0,003	0,001	0,15	0,88
RA_{i3}	-0,002	0,001	-0,08	0,94	-0,002	0,001	-0,08	0,94
RA_{i4}	0,002	0,001	0,08	0,93	0,002	0,001	0,08	0,93
RA_{i5}	0,001	0,001	0,06	0,95	0,001	0,001	0,06	0,95

Obs.: (i) Os Painéis A e B dizem respeito à amostra total e à amostra sem os *outliers*, respectivamente. (ii) Em ambos os Painéis, X_i representa a variável a ser testada. \bar{X} e σ^2 representam a média amostral e a variância amostral de X_i , respectivamente. ET e Sig. são o valor da estatística de teste e o *p-value* do teste

de hipótese Tipo 1 à variável X_i . (iii) $RAA_i [1,5]$ e $RAA_i [-4,5]$ são, respetivamente, a Rentabilidade Anormal Acumulado do título i nos períodos $[t=1,t=5]$ e $[t=-4,t=5]$ e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a $\overline{RAA}[1,5]$ e $\overline{RAA}[-4,5]$, respetivamente, como se mostrou na Equação 3.8. (iv) RA_{i1} , RA_{i2} , RA_{i3} , RA_{i4} e RA_{i5} são as Rentabilidades Anormais do título i para $t=1$, $t=2$, $t=3$, $t=4$ e $t=5$, respetivamente, e para cada uma destas variáveis, \bar{X} é igual a RAM_1 , RAM_2 , RAM_3 , RAM_4 e RAM_5 respetivamente, como se mostrou na Equação 3.10.

Apêndice 2.

Regressão A

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.010201	0.017734	0.575249	0.5687
AUDIT	-0.008896	0.011909	-0.747029	0.4599
ORGAOS	-0.006305	0.017571	-0.358857	0.7218
VOTO	-0.012719	0.014096	-0.902302	0.3729
ALT	0.021231	0.014674	1.446769	0.1566
ESCL	0.000862	0.012658	0.068087	0.9461
NOVA	0.002076	0.013437	0.154501	0.8781
R-squared	0.062289	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.093997	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.034234	Akaike info criterion		-3.763285
Sum squared resid	0.042191	Schwarz criterion		-3.476578
Log likelihood	87.91062	Hannan-Quinn criter.		-3.657556
F-statistic	0.398558	Durbin-Watson stat		1.754299
Prob(F-statistic)	0.875017			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	0.880551	Prob. F(18,24)		0.6037
Obs*R-squared	17.10283	Prob. Chi-Square(18)		0.5160
Scaled explained SS	17.50261	Prob. Chi-Square(18)		0.4888

Regressão B

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	-0.005328	0.017243	-0.309009	0.7594
AUDIT	-0.001273	0.013710	-0.092843	0.9266
REM	0.020056	0.013875	1.445443	0.1584
CA	0.001130	0.013317	0.084889	0.9329
CES	-0.014648	0.018499	-0.791829	0.4345
CEX	0.010292	0.030275	0.339959	0.7362
TGER	-0.002715	0.015349	-0.176898	0.8607
CGS	-0.014637	0.024523	-0.596866	0.5549
VOTO	-0.007510	0.014412	-0.521105	0.6060
ALT	0.021228	0.016862	1.258906	0.2175
ESCL	-0.005674	0.015687	-0.361699	0.7200
NOVA	0.000509	0.015072	0.033789	0.9733
R-squared	0.138386	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.167349	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.035363	Akaike info criterion		-3.615361
Sum squared resid	0.038767	Schwarz criterion		-3.123863
Log likelihood	89.73026	Hannan-Quinn criter.		-3.434112
F-statistic	0.452634	Durbin-Watson stat		1.873534
Prob(F-statistic)	0.917990			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	1.104256	Prob. F(11,31)		0.3905
Obs*R-squared	12.10548	Prob. Chi-Square(11)		0.3558
Scaled explained SS	10.51250	Prob. Chi-Square(11)		0.4850

Regressão C

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.005995	0.013273	0.451673	0.6540
ALT	0.011984	0.010562	1.134623	0.2635
ESCL	-0.004104	0.011299	-0.363222	0.7184
NOVA	-0.004024	0.011572	-0.347732	0.7299

R-squared	0.033566	Mean dependent var	0.005442
Adjusted R-squared	-0.040775	S.D. dependent var	0.032730
S.E. of regression	0.033391	Akaike info criterion	-3.872649
Sum squared resid	0.043484	Schwarz criterion	-3.708817
Log likelihood	87.26196	Hannan-Quinn criter.	-3.812233
F-statistic	0.451520	Durbin-Watson stat	1.719213
Prob(F-statistic)	0.717671		

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.409026	Prob. F(6,36)	0.8681
Obs*R-squared	2.744271	Prob. Chi-Square(6)	0.8402
Scaled explained SS	3.630684	Prob. Chi-Square(6)	0.7265

Regressão D

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.004632	0.015817	0.292838	0.7712
AUDIT	-0.004268	0.010440	-0.408806	0.6849
ORGAOS	0.003782	0.015094	0.250566	0.8035
VOTO	-0.000860	0.010494	-0.081911	0.9351

R-squared	0.006890	Mean dependent var	0.005442
Adjusted R-squared	-0.069503	S.D. dependent var	0.032730
S.E. of regression	0.033849	Akaike info criterion	-3.845420
Sum squared resid	0.044684	Schwarz criterion	-3.681588
Log likelihood	86.67654	Hannan-Quinn criter.	-3.785004
F-statistic	0.090192	Durbin-Watson stat	1.640500
Prob(F-statistic)	0.965013		

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	1.470183	Prob. F(5,37)	0.2230
Obs*R-squared	7.127009	Prob. Chi-Square(5)	0.2114
Scaled explained SS	10.19356	Prob. Chi-Square(5)	0.0699

Regressão E

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	-0.007487	0.013106	-0.571235	0.5716
AUDIT	-0.000659	0.013077	-0.050398	0.9601
REM	0.021664	0.013314	1.627229	0.1129
CA	-0.001496	0.012136	-0.123310	0.9026
CES	-0.011798	0.017347	-0.680111	0.5010
CEX	0.008567	0.028710	0.298411	0.7672
TGER	0.000528	0.013784	0.038286	0.9697
CGS	-0.001392	0.020046	-0.069446	0.9450
VOTO	-0.001520	0.012473	-0.121826	0.9038
R-squared	0.089392	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.124868	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.034714	Akaike info criterion		-3.699592
Sum squared resid	0.040972	Schwarz criterion		-3.330968
Log likelihood	88.54122	Hannan-Quinn criter.		-3.563655
F-statistic	0.417213	Durbin-Watson stat		1.721573
Prob(F-statistic)	0.902558			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	1.030483	Prob. F(8,34)		0.4329
Obs*R-squared	8.391421	Prob. Chi-Square(8)		0.3962
Scaled explained SS	10.08912	Prob. Chi-Square(8)		0.2588

Regressão F

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	-0.008116	0.010785	-0.752467	0.4567
TGER	-0.000160	0.011835	-0.013482	0.9893
REM	0.021882	0.012485	1.752665	0.0882
CEX	0.008639	0.026187	0.329916	0.7434
CGS	-0.001939	0.019040	-0.101859	0.9194
CES	-0.012131	0.016252	-0.746445	0.4602
CA	-0.001484	0.011757	-0.126187	0.9003
R-squared	0.088952	Mean dependent var	0.005442	
Adjusted R-squared	-0.062889	S.D. dependent var	0.032730	
S.E. of regression	0.033744	Akaike info criterion	-3.792131	
Sum squared resid	0.040992	Schwarz criterion	-3.505424	
Log likelihood	88.53082	Hannan-Quinn criter.	-3.686403	
F-statistic	0.585821	Durbin-Watson stat	1.730090	
Prob(F-statistic)	0.739261			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.989749	Prob. F(15,27)	0.4915
Obs*R-squared	15.25557	Prob. Chi-Square(15)	0.4332
Scaled explained SS	20.37386	Prob. Chi-Square(15)	0.1581

Regressão G Informação e Auditoria

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.007718	0.007044	1.095649	0.2796
AUDIT	-0.004661	0.010080	-0.462396	0.6462
R-squared	0.005188	Mean dependent var	0.005442	
Adjusted R-squared	-0.019076	S.D. dependent var	0.032730	
S.E. of regression	0.033041	Akaike info criterion	-3.936731	
Sum squared resid	0.044760	Schwarz criterion	-3.854815	
Log likelihood	86.63972	Hannan-Quinn criter.	-3.906523	
F-statistic	0.213810	Durbin-Watson stat	1.648195	
Prob(F-statistic)	0.646242			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.627402	Prob. F(1,41)	0.4329
Obs*R-squared	0.648089	Prob. Chi-Square(1)	0.4208

Scaled explained SS	0.981678	Prob. Chi-Square(1)	0.3218
---------------------	----------	---------------------	--------

Regressão H Órgãos de Administração e Fiscalização

Variável dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coeficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.001500	0.013508	0.111047	0.9121
ORGAOS	0.004581	0.014562	0.314593	0.7547
R-squared	0.002408	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.021923	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033087	Akaike info criterion		-3.933941
Sum squared resid	0.044885	Schwarz criterion		-3.852025
Log likelihood	86.57973	Hannan-Quinn criter.		-3.903733
F-statistic	0.098969	Durbin-Watson stat		1.629184
Prob(F-statistic)	0.754666			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.262413	Prob. F(1,41)	0.6112
Obs*R-squared	0.273463	Prob. Chi-Square(1)	0.6010
Scaled explained SS	0.462362	Prob. Chi-Square(1)	0.4965

Regressão I Assembleia-geral e Direito de Voto

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coeficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.005760	0.006625	0.869435	0.3897
VOTO	-0.000760	0.010240	-0.074222	0.9412
R-squared	0.000134	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.024253	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033125	Akaike info criterion		-3.931664
Sum squared resid	0.044988	Schwarz criterion		-3.849748
Log likelihood	86.53078	Hannan-Quinn criter.		-3.901456
F-statistic	0.005509	Durbin-Watson stat		1.621631
Prob(F-statistic)	0.941195			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.549877	Prob. F(1,41)	0.4626
Obs*R-squared	0.569068	Prob. Chi-Square(1)	0.4506
Scaled explained SS	0.951061	Prob. Chi-Square(1)	0.3294

Regressão J Conselho de Administração

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coeficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.006333	0.006043	1.048068	0.3007
CA	-0.002949	0.010990	-0.268304	0.7898
R-squared	0.001753	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.022595	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033098	Akaike info criterion		-3.933284
Sum squared resid	0.044915	Schwarz criterion		-3.851368
Log likelihood	86.56561	Hannan-Quinn criter.		-3.903076
F-statistic	0.071987	Durbin-Watson stat		1.648279
Prob(F-statistic)	0.789810			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.000241	Prob. F(1,41)	0.9877
Obs*R-squared	0.000252	Prob. Chi-Square(1)	0.9873
Scaled explained SS	0.000433	Prob. Chi-Square(1)	0.9834

Regressão K Comissões Especializadas

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coeficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.006258	0.005512	1.135372	0.2628
CES	-0.005015	0.013662	-0.367119	0.7154
R-squared	0.003276	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.021034	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033073	Akaike info criterion		-3.934812
Sum squared resid	0.044846	Schwarz criterion		-3.852895
Log likelihood	86.59845	Hannan-Quinn criter.		-3.904603
F-statistic	0.134776	Durbin-Watson stat		1.628779
Prob(F-statistic)	0.715419			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.320664	Prob. F(1,41)	0.5743
Obs*R-squared	0.333696	Prob. Chi-Square(1)	0.5635
Scaled explained SS	0.562646	Prob. Chi-Square(1)	0.4532

Regressão L Comissão Executiva

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.005247	0.005237	1.002080	0.3222
CEX	0.002786	0.019825	0.140518	0.8889
R-squared	0.000481	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.023897	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033119	Akaike info criterion		-3.932011
Sum squared resid	0.044972	Schwarz criterion		-3.850095
Log likelihood	86.53824	Hannan-Quinn criter.		-3.901803
F-statistic	0.019745	Durbin-Watson stat		1.637081
Prob(F-statistic)	0.888939			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	1.091100	Prob. F(1,41)	0.3023
Obs*R-squared	1.114661	Prob. Chi-Square(1)	0.2911
Scaled explained SS	1.824823	Prob. Chi-Square(1)	0.1767

Regressão M Conselho Geral e de Supervisão

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.005286	0.005521	0.957478	0.3439
CGS	0.000957	0.013683	0.069920	0.9446
R-squared	0.000119	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.024268	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033125	Akaike info criterion		-3.931649
Sum squared resid	0.044988	Schwarz criterion		-3.849733
Log likelihood	86.53045	Hannan-Quinn criter.		-3.901441
F-statistic	0.004889	Durbin-Watson stat		1.628077
Prob(F-statistic)	0.944597			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.228604	Prob. F(1,41)	0.6351
Obs*R-squared	0.238426	Prob. Chi-Square(1)	0.6253
Scaled explained SS	0.390399	Prob. Chi-Square(1)	0.5321

Regressão N Remuneração

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	-0.008092	0.009233	-0.876354	0.3859
REM	0.018772	0.010875	1.726259	0.0918
R-squared	0.067757	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	0.045020	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.031985	Akaike info criterion		-4.001692
Sum squared resid	0.041945	Schwarz criterion		-3.919776
Log likelihood	88.03638	Hannan-Quinn criter.		-3.971484
F-statistic	2.979971	Durbin-Watson stat		1.676922
Prob(F-statistic)	0.091830			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	1.876933	Prob. F(1,41)	0.1781
Obs*R-squared	1.882320	Prob. Chi-Square(1)	0.1701
Scaled explained SS	3.155447	Prob. Chi-Square(1)	0.0757

Regressão O Temas Gerais

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.004262	0.007224	0.589936	0.5585
TGER	0.002306	0.010100	0.228344	0.8205
R-squared	0.001270	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.023089	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033106	Akaike info criterion		-3.932801
Sum squared resid	0.044937	Schwarz criterion		-3.850884
Log likelihood	86.55522	Hannan-Quinn criter.		-3.902593
F-statistic	0.052141	Durbin-Watson stat		1.638821
Prob(F-statistic)	0.820514			

Teste de Heterocedasticidade: White

F-statistic	0.063367	Prob. F(1,41)	0.8025
Obs*R-squared	0.066355	Prob. Chi-Square(1)	0.7967
Scaled explained SS	0.111763	Prob. Chi-Square(1)	0.7381

Regressão P Alteração à declaração de adoção das recomendações

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.000996	0.006402	0.155594	0.8771
ALT	0.011245	0.010182	1.104379	0.2759
R-squared	0.028888	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	0.005203	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.032645	Akaike info criterion		-3.960844
Sum squared resid	0.043694	Schwarz criterion		-3.878927
Log likelihood	87.15814	Hannan-Quinn criter.		-3.930635
F-statistic	1.219653	Durbin-Watson stat		1.714952
Prob(F-statistic)	0.275868			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	0.327401	Prob. F(1,41)		0.5703
Obs*R-squared	0.340652	Prob. Chi-Square(1)		0.5595
Scaled explained SS	0.504352	Prob. Chi-Square(1)		0.4776

Regressão Q Esclarecimentos

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.006219	0.008280	0.751022	0.4569
ESCL	-0.001237	0.010450	-0.118403	0.9063
R-squared	0.000342	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.024040	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033122	Akaike info criterion		-3.931872
Sum squared resid	0.044978	Schwarz criterion		-3.849955
Log likelihood	86.53524	Hannan-Quinn criter.		-3.901664
F-statistic	0.014019	Durbin-Watson stat		1.632740
Prob(F-statistic)	0.906327			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	1.375681	Prob. F(1,41)		0.2476
Obs*R-squared	1.395949	Prob. Chi-Square(1)		0.2374
Scaled explained SS	2.262383	Prob. Chi-Square(1)		0.1325

Regressão R Informação Nova

Variável Dependente: RAA

Método: Least Squares

Observações incluídas: 43

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	t-Statistic	Prob.
C	0.006757	0.008850	0.763512	0.4495
NOVA	-0.001950	0.010777	-0.180970	0.8573
R-squared	0.000798	Mean dependent var		0.005442
Adjusted R-squared	-0.023573	S.D. dependent var		0.032730
S.E. of regression	0.033114	Akaike info criterion		-3.932328
Sum squared resid	0.044958	Schwarz criterion		-3.850412
Log likelihood	86.54506	Hannan-Quinn criter.		-3.902120
F-statistic	0.032750	Durbin-Watson stat		1.622002
Prob(F-statistic)	0.857283			
Teste de Heterocedasticidade: White				
F-statistic	0.742242	Prob. F(1,41)		0.3940
Obs*R-squared	0.764607	Prob. Chi-Square(1)		0.3819
Scaled explained SS	1.298009	Prob. Chi-Square(1)		0.2546